

# Peningamálastefna og gengisstefna í litlum og opnum hagkerfum: Ísland

Joseph Stiglitz\*

Ritgerð Stiglitz um íslenska hagstjórn í þýðingu Þorbergs Þórssonar

*Agrip:* Í ritgerð þessari er fjallað um stefnuna í gengis- og peningamálum og um þá fjárhagslegu áhættu fyrir litil opin hagkerfi sem stafar af því að dregið hefur verið úr hömlum á alþjóðlegum fjárstraumum og meira fjármagn streymir á milli landa en áður. Í framhaldi er gerð greining á þeirri íhlutun stjórnvalda sem völ er á til þess að minnka þessa áhættu og stýra henni. Hið sérstaka dæmi um Ísland er rætt innan þessarar umgerðar. Þó að betra kynni að vera að takast á við þann vanda sem stafar af fjárhagslegum óstöðugleika í heimsbúskapnum með umbótum á hinu alþjóðlega fjármálakerfi, er ekki líklegt að á því verði umtalsverðar umbætur í nálægri framtíð. Meðan svo er þurfa lönd á borð við Ísland að taka sjálf ábyrgð á velferð sinni með því að stýra þessari áhættu. Það hefur í för með sér aðgerðir sem draga úr líkum á kreppu og minnka kostnað sem kreppu fylgir. Unnt er að nota skattastefnu og reglugerðastefnu (þar á meðal reglugerðir um fjármálageirann og upplýsingagjöf) bæði til þess að draga úr líkum á kreppu og til þess að stýra hagkerfinu gegnum kreppuna. Þessar leiðir ætti að nota. Reglugerðir af þessu tagi geta haft áhrif á skammtíma fjárstrauma, sem hafa skipt miklu máli í nýlegum kreppum. Unnt er að færa rök fyrir íhlutun sem byggist á verðlagningu og hömlum sem lagðar eru á í krafti varúðarreglna. En til þess að draga úr áhættunni sem þjóðlönd standa frammi fyrir þarf jafnvel viðtækari aðgerðir: Beina þarf athyglinni að gjaldþrotalögum, fyrirkomulagi gengismála og skipulagi fjármálakerfisins.

*Lykilorð:* Fjárhagslegur stöðugleiki, peningamálastefna og gengisstefna, skatta- og reglugerðastefna, Ísland.

*JEL:* F33, F36, E42.

## I. Inngangur

Í þessari ritgerð er fjallað um peningamálastefnu og gengisstefnu í litlum opnum hagkerfum í því umhverfi sem nú ríkir, þegar minni takmarkanir eru á alþjóðlegum fjármagnshreyfingum og meira fjármagn er flutt milli landa en áður. Í ritgerðinni er sjónum sérstaklega beint að fjárhagslegum áhættuþáttum í þessu umhverfi fyrir litil og opin hagkerfi og að möguleikum stjórnvalda til þess að draga úr þessari áhættu og stýra henni. Hin almenna umgjörð er notuð til þess að greina hin sérstöku vandamál Íslands og ræða hvernig hagstjórn hæfir best aðstæðum landsins.

Segja má að Ísland sé einstakt dæmi um lítið og opið hagkerfi. Mannfjöldinn er rétt innan við 300.000, verg landsframleiðsla árið 2000 var aðeins 8½ milljarður Bandaríkjadala, dagleg velta á erlendum gjaldeyrismarkaði er aðeins 40 milljónir Bandaríkjadala og samanlagt markaðsverð hlutabréfa fyrirtækja nemur nokkurn veginn einum tíunda hluta af verðmæti útstandandi hlutabréfa miðlungsstórs bandarískis fyrirtækis. Smæðin ásamt sveiflum í náttúrulegum skilyrðum (fiskistofnum) og á viðskiptakjörum veldur því að veikleikar Íslands eru verulegir. En Ísland á einnig auðugar náttúruauðlindir, hámenntað vinnuafli, þroskaða innviði og stjórn efnahagsmála einkennist að öllu samanlögðu af tiltölulega mikilli forsjálni. Í þessu landi hefur tekist að skapa einhver bestu lífskjör sem þekkjast í heiminum.

\* Í samvinnu við Sebagó Associates. Í ritgerðinni eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru í lok maímánaðar 2001.

Textanum sem hér fer á eftir er skipað niður með eftirfarandi hætti: Í öðrum hluta er almennt rætt um vanda sem lítill opin hagkerfi standa frammi fyrir. Í þriðja hluta er fjallað um mikilvægustu vandamálin sem Ísland stendur frammi fyrir í þessu samhengi. Í fjórða hluta er sett fram yfirlit yfir almenn sjónarmið um viðbrögð stjórnvalda og í fimmta hluta er fjallað um sérstök úrlausnarefni fyrir íslenska hagstjórn. Í sjötta hluta eru ályktanir.

## II. Vandi sem blasir við litlum opnum hagkerfum

Fjármálakreppan sem reið yfir heiminn á árunum 1998-99 vakti athygli á þeim vanda sem lítill opin hagkerfi standa frammi fyrir: Skyndileg viðhorfsbreyting fjárfesta getur orðið til þess að fjástraumar stuðli að ójafnvægi og vextir hækki jafnvel í löndum sem hafa lotið forsjálli hagstjórn. Hagstjórnarvandinn sem þetta skapaði reyndist svo erfiður að í fáum löndum virðist hafa tekist vel að ráða við hann og þess vegna hafa mörg þeirra orðið fyrir umtalsverðum efnahagssamdrætti, sem hefur staðið mislengi yfir. Vandi þeirra landa sem ekki hafa fylgt traustri efnahagsstefnu, eða hafa ekki verið talin gera það, er enn meiri.

Sumpart vegna hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu hefur átt sér stað meiri háttar breyting á hugsunarhætti að því er varðar stefnumótun í efnahagsmálum og stefnu stjórnvalda varðandi þær hliðar á skipulagi hagkerfisins sem hafa áhrif á stöðugleika þess. Sú hugmynd að markaðir einkennist af skynsemi í einhverjum skilningi, hefur verið dregin í efa. Markaðir geta liðið fyrir óskynsamlega bjartsýni (eins og tæknibólan í Bandaríkjunum er til marks um) og einnig fyrir óskynsamlega svartsýni.<sup>1</sup> Sveiflurnar milli þessara viðhorfa geta verið örur og þjóðhagslegar afleiðingar þeirra eyðileggjandi. Hin hefðbundna skoðun hefur verið sú, að markaðir komi sér í jafnvægi af sjálfsdáðum og þeir séu sjálfstýrandi.

1. Sjá til dæmis hjá Robert Shiller, *Irrational Exuberance* (Princeton University Press: Princeton, 2000), eða í fyrri riti hans, *Market Volatility* (MIT Press: Cambridge, 1989).

Nú að undanförunu hafa vaknað áhyggjur af kviku ójafnvægi. Dæmi um það verða nefnd hér á eftir. Loks hefur verið gert ráð fyrir því í viðteknum líkönnum að kaupendur og seljendur á mörkuðum séu margir, þ.e.a.s. að markaðir séu „þéttir“. En samt var það svo að lausafjársandi og markaðir með fáum kaupendum og seljendum, þ.e.a.s. „gísnir“ markaðir, léku mikilvægt hlutverk í hnattrænu fjármálakreppunni 1998.

Fjöldi breyta, sem hafa áhrif á veikleika landa fyrir kreppum, hefur verið greindur með þjóðhagslíkönnum.<sup>2</sup> Slíkar rannsóknir sýna að ákaflega erfitt er að spá fyrir um kreppur – til að mynda var veikleiki Suðaustur-Asíulandanna fyrir þeim ekki sérlega mikill.<sup>3</sup> Ef tekið er mið af nokkrum breytum sem hafa reynst valda auknum veikleika landa stendur Ísland hins vegar ekki vel að vígi um þessar mundir.<sup>4</sup>

Hinn mikli óstöðugleiki á gengi milli jens, dals og evru leggur auk þess viðbótavanda í áhættustjórnun á herðar landa sem eiga viðskipti við þessi gjaldmiðilssvæði. Sumir hagfræðingar, eins og Ronald McKinnon prófessor við Stanfordháskóla,<sup>5</sup> eru þeirrar skoðunar að óstöðugleiki í gengi milli jens og dals hafi ráðið úrslitum

2. Sjá til dæmis hjá Jason Furman og Joseph E. Stiglitz, „Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia“, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:1998 og einnig í ritgerðum sem þar er vitnað til. Sjá einnig hjá Steven Radelet og Jeffrey Sachs, „What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?“ CAER II Discussion Paper No. 37, Harvard Institute for International Development, mars 1999, og hjá Graciela Kaminsky, Saul Lizondo og Carmen Reinhart, „Leading Indicators of Currency Crises“, IMF Staff Papers, Vol. 5, No. 1, mars 1998.
3. Líklega verður erfiðara að spá fyrir um kreppur í framtíðinni. Fyrri kreppur tengdust viðskiptastraumum (því að innflutningur til lands og útflutningur frá því voru í ójafnvægi um langa hríð). Nú er líklegra að fjárstreymi leiði til kreppu. Slíkt fjárstreymi tengist skynjun fjárfesta og það er í besta falli erfitt að spá fyrir um skynjun fjárfesta og hún getur líka verið afar óstöðug.
4. Til dæmis bendir hinn mikli viðskiptahalli Íslands til þess, samkvæmt þessum athugunum, að landið sé nokkuð veikt fyrir fjármálakreppum.
5. Sjá til dæmis hjá Ronald McKinnon, „The East Asian dollar standard, life after death?“ *Economic Notes*, Vol. 29, No. 1, febrúar 2000.

við tilurð fjármálakreppunnar í Suðaustur-Asíu. Hinn fordæmislaus breytileiki á gengi milli evru og dals hefur á svipaðan hátt stuðlað mjög að kreppunni sem nú ríður yfir Argentínu. Markaðir veita fyrirtækjum aðeins takmarkað svigrúm til að verja sig fyrir þessum óstöðugleika. Framtíðarmarkaðir ná aðeins skammt inn í framtíðina, viðskiptakostnaður getur verið umtalsverður, og hættan á að gagnaðilinn efni ekki samninginn dregur úr gildi verndarinnar. Mörg kóresk fyrirtæki héldu að þau hefðu varið sig fyrir gengisáhættu en þegar kreppan reið yfir komust þau að raun um að fyrirtækin sem seldu þeim vörnina urðu gjaldþrota. Svipuð vandamál komu upp í Rússlandi. Auk þess nýta fyrirtækin sér venjulega ekki alla þá vörn sem þeim er unnt nema ríkisvaldið skyldi þau til þess. Stefna Alþjóðagjaldreyrissjóðsins hefur aukið þennan vanda á nýliðnum árum, en hann hefur nýtt sér að fyrirtækin eru mjög berskjölduð fyrir gengisbreytingum og notað sem réttlætningu fyrir íhlutun á gjaldeyrisörkuðum (þetta er siðferðisvandi sem ekki hefur verið lögð nógu þung áhersla á).

Berskjöldun landsins í heild er ekki það eina sem máli skiptir, berskjöldun einstakra fyrirtækja skiptir líka máli. Vegna þess að áhættudreifing er takmörkunum háð mun ábati sumra fyrirtækja ekki bæta upp tap annarra. Gengisbreyting getur þannig haft skaðnæmar þjóðhagslegar afleiðingar jafnvel þótt dregið sé úr hreinni berskjöldun þegar lítið er á landið í heild. Miklar gengissveiflur geta valdið gjaldþrotum, eða að minnsta kosti erfiðleikum hjá fyrirtækjum, og þannig getur vandi í fyrirtækjageiranum borist yfir í fjármálakerfið.

Ljóslega er betra fyrir land, sem á viðskipti við mörg lönd, að koma jafnvægi á gengið gagnvart viðskiptaveginni myntkörfu heldur en gagnvart einum gjaldmiðli. Til dæmis hefur sú stefna Argentínu að binda gjaldmiðil sinn við Bandaríkjadal valdið landinu afar alvarlegum vandamálum þegar breytingar hafa orðið á gengi dals gagnvart evru.<sup>6</sup> En jafnvel þó að jafnvægi sé

komið á gengi með viðskiptaveginni myntkörfu er ekki fyllilega búið að leysa þann vanda sem blasir við *einstökum* fyrirtækjum, vegna þess að viðskiptavogir endurspeglar samanlagða viðskiptastrauma, sem eru líklega frábrugðnir viðskiptum einstakra fyrirtækja. Sum fyrirtæki kunna að komast að raun um að innflutningsverð hafi hækkað hlutfallslega meira en það verð sem þau fá, til dæmis á útflutningsörkuðum. Enn og aftur er það sem máli skiptir ekki áhrifin að *meðaltali*, heldur áhrif á tiltekin fyrirtæki, og almennt munu hin jákvæðu áhrif á sum þeirra ekki vega upp á móti neikvæðum áhrifum á önnur.

Áhrif á efnahagsreikninga geta verið umtalsverð og þau geta gert hið kvika aðlögunarferli flóknara. Ef horft er framhjá þessum áhrifum á efnahagsreikninga, hefur gengislækkun tilhneigingu til að hafa jákvæð þjóðhagsleg áhrif, vegna þess að hún örvar útflutning og dregur úr innflutningi. En þegar áhrif á efnahagsreikninga eru tekin með í reikninginn geta miklar gengislækkunir haft óhagstæð þjóðhagsleg áhrif, ef fyrirtæki og fjármálastofnanir eru óvarin fyrir gengisbreytingum. Hin skaðlegu áhrif á fjármálakerfið geta grafið undan venjulegri aðlögun viðskipta. Þetta átti sér stað í Suðaustur-Asíu þar sem útflutningur jókst miklu minna en spár höfðu gert ráð fyrir, að hluta til vegna neikvæðra áhrifa á framboð sem stöfuðu af fjárskortu. Þessi áhrif urðu sterkari vegna hárra vaxta sem í reynd rýrðu veltufé margra fyrirtækja og getu þeirra og vilja til að taka áhættu. Svo háir vextir hafa orðið staðalviðbragð peningamálastefnunnar við kreppu, þrátt fyrir þá staðreynd að vitnisburðurinn um að þessir háu vextir geri mikið gagn við að endurreisa gengið, eða jafnvel aðeins að koma jafnvægi á það, sé í besta falli takmarkaður.<sup>7</sup>

Viðtekin þjóðhagslíkön fyrir *litil* opin hagkerfi eru af ýmsum ástæðum ekki góður grundvöllur hagstjórnar. Í fyrsta lagi er venjulega gert

pesóinn við körfu evru og dals um leið og gengi evru gagnvart dal næði pari.

6. Til þess að bregðast við þessum erfiðleikum innleiddi Domingo Cavallo efnahagsmálaráðherra Argentínu nýlega fjölskráð gengi fyrir útflytjendur og innflytjendur. Hann hafði áður lýst yfir fyrirætlun sinni um að binda

7. Sjá til dæmis hjá Steven Radelet og Jeffrey Sachs, „The Onset of the East Asian Financial Crisis,“ sem birtist hjá Paul Krugman, ritstj., *Currency Crises* (University of Chicago Press: Chicago, 2000) bls. 145-149.

rád fyrir því í þessum líkönum að eftirspurnarferlar eftir afurðum landsins séu í rauninni láréttir á alþjóðlegum mörkuðum, og að framboðsferlar fyrir alþjóðlegt fjármagn séu einnig láréttir. En ef lítil opin hagkerfi stæðu í raun frammi fyrir láréttum eftirspurnarferlum eftir afurðum sínum innan viðeigandi tíma, myndu lítils háttar gengisbreytingar leiða af sér nægilega mikla aukningu eða minnkun heildareftirspurnar til þess að halda hagkerfinu við fullt atvinnustig. Á sama hátt gildir, að stæðu lönd í raun frammi fyrir láréttum framboðsferlum fyrir fjármagn, myndi lítils háttar breyting á vaxtastigi innanlands (að gefnum væntingum um gengisbreytingar) leiða af sér hærri vænta arðsemi af því að eiga fjárhagslegar eignir í innlendum gjaldmiðli heldur en erlendum, og þetta myndi því væntanlega valda miklum straumi fjármagns inn í landið, sem síðan ylli gengishækkun gjaldmiðilsins. Hins vegar hefur reynslan sýnt að áhrif vaxtahækkunar á gengi eru oft ekki einu sinni með rétt formerki,<sup>8</sup> og í öðrum tilvikum virðist hin tilskilda vaxtahækkun þurfa að vera ótrúlega mikil – sé gengið út frá því að framboðsferillinn sé láréttur.

Margar ástæður eru fyrir því að reynslan stangast svona á við hin einföldu líkön. Ein er sú að lánveitendur hugsa um fleira en vextina eina, þeir hugsa líka um líkur á endurgreiðslu (vanefndum). Aðrir fjárfestar hugsa í víðara samhengi um almennar aðstæður og umhverfi viðskiptalífsins. Hærri vextir, sér í lagi í löndum þar sem fyrirtækin eru verulega skuldsett og fjármálastofnanir hafa umtalsverðar skammtímaskuldbindingar, auka líkur á vanefndum, og hvað sem öðru líður, stuðla þeir að því að draga úr ganginum í hagkerfinu almennt og að því að almennar aðstæður í viðskiptalífinu verða lakari. Þó viðbrögð erlendra fjárfesta kunni að verða lítil eða á þá lund að þeir dragi úr fjárfestingu í landinu, munu innlendir fjárfestar af þessum sökum hneigjast til þess að flytja eigur sínar til landa þar sem aðstæður í viðskiptalífinu eru betri, og í versta falli munu háir vextir stuðla að fjármagns-

8. Sjá í ritgerðum sem vitnað er til hjá Furman og Stiglitz (1998).

flóttu.<sup>9</sup> Þessi neikvæðu áhrif hárra vaxta voru sérstaklega greinileg í Suðaustur-Asíu, en fjármagnsflótti hefur verið meginvandi í öðrum fjármálakreppum.<sup>10</sup>

Svo að við tökum almennara sjónarhorn, geta breytingar á peningamálastefnu haft áhrif á væntingar um arðsemi sem eru greinilega frábrugðin þeim áhrifum sem hin viðtekna líkön hafa snúist um. Mörg þessara líkana urðu til upp úr fjármálakreppunni í rómönsku Ameríku, þar sem slök peningamálastefna var talin vera lykilatriðið. Háir vextir voru taldir auka „trúverðugleika“ góðrar peningamálastefnu. Sumir þeirra sem hafa rannsakað þetta efni hafa dregið alla þessa greiningu í efa, og spurt hvort trúverðugt sé að tímabundin vaxtahækkun geti valdið varanlegri breytingu á trúverðugleika peningamálastefnu,<sup>11</sup> þannig að *eftirspurnarferill* sem lýsir eftirspurn eftir eignum í gjaldmiðli viðkomandi lands muni hliðrast *varanlega* upp á við; það er að segja, í hinu viðtekna hagstjórnarlíkani er því óbeint haldið fram að hreyfing meðfram eftirspurnarferlinum leiði til hliðrunar á þessum sama ferli. Ein af ástæðunum fyrir því að Svíar héldu ekki uppi háu vaxtastigi meðan fjármálakreppan þar stóð yfir var sú að það varð ljóst að svo háir

9. Áður en kreppan átti sér stað í Suðaustur-Asíu höfðu fjárfestar ef til vill ekki fjölþætt fjárfestingu sína jafn mikið á heimsvísu og þeim hefði verið hollast að gera, í ljósi raunhæfs mats á áhættuþáttum (og innbyrðis fylgni þeirra). Fjármálakreppan, og sér í lagi hin staðbundni efnahagssamdráttur sem hún olli, knúði fram endurskoðun á áhættuþáttunum og þetta stuðlaði næstum því örugglega að hinum mikla fjármagnsflóttu.
10. Sjá til dæmis hjá Michael Dooley, „Indonesia: Is the Light at the End of the Tunnel Oncoming Traffic?“, Deutsche Bank Research, Emerging Markets Research, júní 1998.
11. Sjá til dæmis hjá Allan Drazen og Paul Masson, „Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers“, *Quarterly Journal of Economics* (ágúst 1994), bls. 735-754; Michael Lewis-Beck, *Economics and Elections* (University of Michigan Press: Ann Arbor, Michigan, 1988); og Michael Paldam, „How Robust is the Vote Function? A Study of Seventeen Nations Over Four Decades“, hjá Helmut Northrup, Michael Lewis-Beck og Jean-Dominique Lafay, ritstj., *Economics and Politics: The Calculus of Support* (University of Michigan Press: Ann Arbor, Michigan, 1991).

vextir fengju ekki staðist yfir löng tímabil, og þess vegna var erfitt að sjá hvaða gagn væri að því að framlengja þessa háu vexti um nokkra daga í viðbót; en það sem máli skiptir er almennara atriði en þetta.

Kaupendur og seljendur á mörkuðum eru miklu færri en hin viðteknu líkön gefa til kynna, markaðirnir eru „gísnari“. Það er ástæðan fyrir því, til dæmis, að hrúnið í Rússlandi hafði svo viðtækar afleiðingar á heiminum. Sem brot af samanlögðum eignum í heiminum, hefði átt að líta á hrúnið sem smáræði. Það nam ef til vill breytingu á öðrum eða þriðja aukastaf. En það voru ákveðnar stofnanir sem stunduðu viðskipti með þessar eignir, og þessar stofnanir gegndu mikilvægu hlutverki á vissum öðrum mörkuðum, til að mynda í Brasilíu. Það var ekki eins og hrúnið í Rússlandi hefði *bein* áhrif á hagkerfi Brasilíu, eða að það veitti fjárfestum upplýsingar um markaði í Brasilíu sem þeir höfðu ekki aðgang að áður. Það var fremur svo að áhrif á eignasöfn *tiltekinnna* fyrirtækja fengu þau til þess að draga úr lánveitingum til Brasilíu og minnka fjárfestingu sína þar, og það var ekki til staðar „þéttur“ markaður annarra fjárfesta sem vildu nýta sér smuguna sem myndaðist við þetta. Sama atriði kom skýrt og greinilega fram við hrun áhættusjóðsins Long Term Capital Management og hina opinberlega skipulögðu björgunaraðgerð: Réttlættingin fyrir afskiptum hins opinbera var sú að hrun þessa *einstaka* fyrirtækis gæti haft eftirköst fyrir allan heimsbúskapinn.

Í öðrum rannsóknarskýrslum hefur verið lögð áhersla á það hvernig markaðir, og þar með aðlögun að breytingum á efnahagsstefnunni, hegða sér greinilega öðruvísi en gert er ráð fyrir í hinum viðteknu líkönum.<sup>12</sup> Til dæmis er ein ástæðan fyrir því að útflutningur eykst oft ekki jafn mikið til skamms tíma og spáð var í framhaldi af gengislækkun (og getur jafnvel dregist saman) samhliða vaxtahækkun (eins og í dæmigerðri efnahagsáætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins) sú, að hin

aðhaldssama peningamálastefna leiðir til skorts á fjármagni, þannig að útflytjendur fá ekki aðgang að því fé sem þeir þurfa til að auka framleiðsluna, eða geta aðeins fengið fé á kjörum sem gera framleiðsluaukningu tiltölulega óaðlaðandi. Í vaxandi fjölda rita leggja höfundar áherslu á þessi og önnur viðbrögð *frá framboðshlið* við stefnu hagsjórnarinnar, stefnu sem áður var talin snúast um *stýringu eftirspurnar*. Framboðsáhrif af þessu tagi geta jafnvel verið ríkjandi, að minnsta kosti til skamms eða miðlungi langs tíma litið. Áhrifin á framboðshlið endurkastast síðan á eftirspurn: Í yktum tilvikum, svo sem í Suðaustur-Asíu, leiddu truflanirnar til þess að tíðni gjaldþrota jókst svo mjög að birgjar á þessu svæði voru taldir óáreiðanlegir, og þessi skaðlegu áhrif á þýðingarmikla „gæðavídd“ gerðu meira en að veða á móti hinum jákvæðu áhrifum af gengislækkun. Eftirspurn eftir sumum útflutningsvörum varð í reynd minni en áður. (Athugið að vandi sem stafar af óáreiðanleika og öðrum áhrifum frá framboðshlið getur vaknað hvar sem er í aðfangakeðjunni: þó að útflytjendum sé útvegað meira fjármagn hefur ekki þar með verið fyllilega tekist á við vandann, nema útflytjendunum sé heimilað að lána féð áfram til þriðja aðila.)

Í eldri ritum var í reynd ýmist gert ráð fyrir því að þátttakendur á markaði væru hlutlausir um áhættu eða að til væru nógu góðir áhættumarkaðir til þess að þeir gætu í raun losað sig við áhættuna. Þó að gert væri ráð fyrir ófullkomnum upplýsingum var notkun væntinga í haglíkönum (t.d. eins og stefna stjórnvalda hefur áhrif á væntingarnar) auk þess í besta falli ófullburða. Ófullkomnar upplýsingar skapa áhættu á ófullkomnum fjármagnsmarkaði (lánsfjárskömmun, hlutafjárskömmun). Fjármálastofnanir gegna lykilhlutverki við ráðstöfun fjármagns. Við þessar aðstæður munu dreifingaráhrif mikilla verðbreytinga (mikilla vaxtabreytinga eða mikilla óvarinna gengisbreytinga) hafa mikil áhrif á *raunstaerðir*. Þetta geta verið fyrstu-gráðu áhrif, „staðgönguáhrifin“ sem eldri rit beindu sjónum að kunna að vera lítilvægari í reynd, sér í lagi þegar litið er til skamms eða miðlungi langs tíma.

Þessi dreifingaráhrif geta verið langvarandi og sumir þættir þeirra geta einkennst af umtalsverðri

12. Sjá til dæmis hjá Bruce Greenwald, „International Adjustment in the Face of Imperfect Financial Markets“ hjá Boris Pleskovic og Joseph E. Stiglitz, ritsj., *Annual Bank Conference on Development Economics 1998*.

heldni. Þannig urðu gríðarlegar vaxtahækkningar í Suðaustur-Asíu til þess að rýra verðmæti eigna bankanna, rýra hreina eign skuldara og knýja þá marga í gjaldþrot. Síðari vaxtalækkningar bættu ekki þennan skaða. Ráðamenn þurfa að taka sérstaklega vel eftir óafturkræfum áhrifum af þessu tagi.

Hagfræðin hefur sett fram nokkrar útskýringar á miklum óstöðugleika í hegðun fjárfesta, út frá upplýsingafræðilegum líkönum af hjarðhegðun<sup>13</sup> og umbun sem byggð er (beint eða óbeint) á hlutfallslegum árangri.<sup>14</sup> Rannsóknir Shillers<sup>15</sup> og fleiri hafa dregið stærð og þýðingu þessa mikla óstöðugleika fram í dagsljósið, en hann er líklegur til að hafa sérstaklega mikil áhrif á lítill lönd. Ein leið til að hugsa um hlutabréfamarkað lítills lands er að benda á að samanlagt markaðsvirði hlutabréfa fyrirtækja á íslenska hlutabréfamarkaðinum var um það bil 5 milljarðar dala í árslok 1999 (eða nokkurn veginn einn tíundi af markaðsvirði hlutabréfa miðlungsstórra bandarískra fyrirtækja á borð við Chase Manhattan, Walt Disney og Chevron).

### III. Helstu vandamál sem Ísland stendur frammi fyrir.

Ísland er lítið opið hagkerfi sem stendur frammi fyrir mörgum þeim vandamálum sem herjað hafa á önnur lítill opin hagkerfi, sér í lagi í kjölfar afnáms hafta á fjármagnsmörkuðum. Peningamálastefna og fjármálastefna sem fylgt hefur verið í landinu kann að virðast hafa einkennst af forsjalni (ríkissjóður rekinn með kerfisafgangi). En samt hefur ein mikilvæg *innri breyta* – viðskiptahallinn – aukist umtalsvert úr 7% af vergri landsfram-

leiðslu í árslok 1998 upp í meira en 10% í árslok 2000. Sterkar líkur eru á að þessi halli sé ekki sjálfbær. Lykilatriðið er hins vegar ekki hversu sjálfbær hann er heldur aðlögunarferillinn og afleiðingar hans. Mun eyðing eða minnkun vöruskiptahallans leiða til umtalsverðrar gengisbreytingar? Kemur kreppa? Og mun sú kreppa valda miklum og langvarandi breytingum á þjóðarbúskapnum? Lykilspurningin fyrir stefnu stjórnvalda í þessu sambandi er, hvað sé rétt að gera nú til að koma í veg fyrir kreppu og/eða til að bregðast við afleiðingum hennar.

Hagkerfið hefur gengið í gegnum uppsveiflu og frá árinu 1996 hefur árlegur vöxtur vergrar landsframleiðslu verið á bilinu 4½% til 5½%. Atvinnuleysi hefur minnkað niður fyrir 2% árið 1999 úr 5% árið 1995 og niður í næstum 1% seint á árinu 2000. Þessar lýsitölur eru allar í sjálfu sér jákvæðar. Áhyggjuefnið er að hagkerfið hafi ofhitnað og að ójafnvægi sem stafar af þessari ofhitnun feli í sér frækorn, sem ekki muni aðeins binda endi á góðærið heldur valda umtalsverðum samdrætti.

Þó að verðbólguhraðinn hafi aukist nokkuð, hefur hann ef til vill ekki aukist jafn mikið og búast hefði mátt við, í ljósi þess hve mikil uppsveiflan í hagkerfinu hefur verið. Þessi hóflega aukning verðbólgunnar stafar áreiðanlega að hluta til af vöruflæðinu inn í landið. Verðbólguhraðinn sem nú er í kringum 5% er ekki mjög mikill í sögulegum eða alþjóðlegum samanburði. En verðbólgan fer hins vegar talsvert upp fyrir hið nýupptekna 2½% verðbólgu markmið og þess má vænta að hún verði jafnvel enn hærri á næstunni vegna nýlegrar veikingar íslensku krónunnar. En *ad öðru jöfnu* má vænta þess að verðbólgan hjaðni þegar afleiðingar af gengislækkuninni hafa komið fram. Enn fremur virðist nýleg reynsla af alþjóðlegum vettvangi benda til þess að miðlun gengislækkunar yfir í verðlag hafi veikst.

Í ljósi nýlegrar sögulegrar reynslu af verðbólgu, er skiljanlegt að áhyggjur af því að hún fari aftur af stað hafi vaknað. Þó hafa nýlegar rannsóknir vakið efasemdir um hinar þrjár staðhæfingar sem eru grundvöllur þess að telja mikla ógn stafa af verðbólgu. Í fyrsta lagi er lítill beinn vitnisburður um að verðbólga, sem jafnvel er

13. Sjá til dæmis umræðu hjá Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (Oxford University Press: Oxford, 2000).

14. Sjá hjá Barry Nalebuff og Joseph Stiglitz, „Prizes and Incentives: Towards a General Theory of Compensation and Competition,” *Bell Journal of Economics*, Vol. 14, 1983, bls. 21-43, og Barry Nalebuff og Joseph Stiglitz, „Information, Competition and Markets,” *American Economic Review*, Vol. 73, No. 2, maí 1983, bls. 278-284.

15. Robert Shiller, *Market Volatility* (MIT Press: Cambridge, 1989).

talsvert meiri en sú verðbólga sem nú ríkir á Íslandi, hafi nokkur neikvæð áhrif á hagvöxt eða tekjur. Reyndar hafa birst vísbendingar í nokkrum ritum um að það geti verið skaðlegt að þrýsta verðbólgu of langt niður.<sup>16</sup> Í öðru lagi er fátt sem styður „hengiflugslikanið“ um verðbólgu (að verðbólga sem kemst af stað hljóti óumflýjanlega að aukast). Gagnstætt þessu bendir ýmislegt til þess að verðbólga gangi til baka, þó að það geti sumpart stafað af viðbrögðum hagstjórnar við aukinni verðbólgu. Loks er fátt sem bendir til þess að kostnaður af velstýrðri verðbólguhjöðnun sé sérstaklega mikill, þ.e.a.s. í hlutfalli við ábatann af uppganginum á undan sem leiddi til verðbólguhviðunnar. Þvert á móti bendir ýmislegt til þess að hinn almenni Phillips-ferill sé kúptur eða næstum línulegur.

Verðbólga er greinilegasta vísbendingin um alvarlega ofhitnun hagkerfis. Nýleg reynsla í Bandaríkjunum bendir til þess að breytingar á tæknistigi („nýja“ hagkerfið) og hnattvæðing geti gert það að verkum að löndum sé kleift að starfa við mun lægra atvinnuleysisstig án þess að hætt sé við umtalsvert aukinni verðbólgu. Því getur fylgt gríðarlegur kostnaður að einbeita sér of mikið að verðbólgu – ef áhyggjur verðbólguhaukanna í Bandaríkjunum af verðbólgu hefðu náð að móta hagstjórnarstefnuna, hefðu Bandaríkin ekki notið þess uppgangs sem hófst árið 1993, uppgangs sem bæði dró mjög úr félagslegum vandamálum í landinu, og gegndi einnig lykilhlutverki við að snúa langvinnum halla á ríkissjóði í mikinn afgang. Nú um stundir ættu menn fremur að beina athyglinni að viðskiptahallanum en verðbólgu.

Margir telja að viðskiptahallinn sé alvarlegasta merkið um „ofhitnun“ íslenska hagkerfisins. Viðskiptahalli getur verið vandamál fyrir efnahagslíf lands, en hann þarf ekki að vera það. Ef hallinn er notaður til að fjármagna fjárfestingarvörur fyrir einkaaðila er arðsemi þessara fjárfestingarvara væntanlega meiri en nemur vaxtakostnaði. Ef þessar fjárfestingarvörur eru fjármagnaðar

með erlendum lánum hefur viðskiptahallinn sem stafar af lántökunum af sömu ástæðu lítil áhrif á gengið: Aukinni eftirspurn eftir fé til þess að fjármagna innflutninginn fylgir aukið framboð. Við þessar aðstæður er fátt, sem bendir til þess að gengið sé „ofmetið“ til dæmis í samanburði við söguleg viðmið. Af sömu ástæðu mun hagvöxtur þorna upp þegar fjárfestingartækifæri þrýtur og innflutningur á fjárfestingarvörum minnkar samhliða því að minna verður um lántökur frá útlöndum til þess að fjármagna fjárfestinguna. Viðskiptahallinn gæti minnkað fljótt með litlum áhrifum á gengið.

Þetta er skýr andstæða við hið hefðbundna dæmi um kreppu sem á sér stað þegar stjórnvöld halda genginu of háu með endurtekinni íhlutun á markaðinum, sem ekki fær staðist til lengdar. Þegar ljóst verður að gjaldeyrisvarasjóðurinn, sem notaður er til að halda uppi hinu of háa gengi, muni tæmast, munu spákaupmenn gera áhlaup á gjaldmiðilinn.

Viðskiptahallinn sem nú er á Íslandi hefur verið tengdur við afgang af rekstri ríkisins. Raungengi krónunnar hækkaði í uppsveiflunni 1996-2000 en umtalsvert minna en í fyrri uppsveiflum. Í samanburði við söguleg viðmið var gengið því ekki augljóslega ofmetið árið 2000, og það hefur lækkað umtalsvert síðan.<sup>17</sup> Viðskiptahallinn er því ekki klassískt dæmi um halla sem stafar af halla á rekstri ríkisins eða of háu gengi. Frumorsök hans er neyslu- og fjárfestingaruppsveifla í einkageiranum, og lækkun sparnaðarhlutfalls lék stærra hlutverk en aukning fjárfestingar. Af 8,6 prósentustiga aukningu á viðskiptahallanum sem hlutfall af vergri landsframleiðslu á milli 1997 og 2000, má skýra um tvo þriðju með lækkun á vergum sparnaði þjóðarinnar og einn þriðja með lækkun á fjárfestingarhlutfalli. (Vergt sparnaðarhlutfall féll niður í 13,5% sem var sögulegt eftirstríðslágmark.) Neysla einkageirans og fjárfestingaruppsveiflan var knúin áfram af afar sterkri útlánaþenslu sem var að umtalsverðu leyti fjármögnuð með lántökum erlendis. Þetta bendir til

16. Sjá til dæmis hjá George Akerlof, William Dickens og Georg Perry, „The Macroeconomics of Low Inflation,“ *Brookings Papers on Economic Activity* (1996:1), bls. 1-76.

17. Það var við 20 ára meðaltal sitt ef notað er hlutfall neysluverðsvísitalna en nálægt því 2% fyrir ofan það ef notað er hlutfall vinnuafskostnaðar á hverja einingu.

Þess að nýlegt afnám hafta á fjármálamarkaði á Íslandi og fjálsars fjármagnshreyfingar hafi gegnt umtalsverðu hlutverki við myndun viðskiptahallans, en skammtímafjármagnshreyfingar voru ekki gerðar að fullu fjálsars fyrr en í ársbyrjun 1995.

Þýðir sú staðreynd að viðskiptahallinn á rót að rekja til einkageirans að engin þörf sé á afskiptum ríkisvaldsins? Ekki endilega. Í fyrsta lagi má færa fyrir því að jafnvel í þessu tilviki gegni ríkisvaldið stærra hlutverki en það virðist gera. Að því marki sem litið er svo á að gengið sé fast, má vera að aðilar á markaði skynji óbeina tryggingu ríkisvaldsins á genginu, sem örvar innstreymi fjármagns og þar með útlánaþensluna. Enn fremur er bankakerfið að hluta í eigu ríkisins og erlendir fjárfestar hafa tilhneigingu til að reikna með að ríkisstjórnin muni bjarga öðrum meiri háttar bönkum ef nauðsyn krefur. Það hefur að sinu leyti þau áhrif að örva innstreymi fjármagns og bjaga verðlagningu á áhættu. Enn fremur eru væntingar um varanlegar tekjur og hagnað í framtíðinni mikilvægir þættir sem ákvarða innlenda eftirspurn og ríkisvaldið hefur áhrif á það hvernig þær væntingar mótast. Í öðru lagi getur ríkisvaldið haft hlutverki að gegna varðandi viðskiptahallann þegar helsta orsök hans eru sveiflur á innlendri eftirspurn, með svipuðum hætti og það hefur hlutverki að gegna við að jafna út hagsveiflur sem myndast í einkageiranum.

Við aðstæður óheftra fjármagnshreyfinga getur annað atriði vakið áhyggjur. Að ofan var vakin athygli á miklum óstöðugleika eignaverðs. Gjaldmiðill lands er eign og hún er háð þessum mikla óstöðugleika. Mikill óstöðugleiki sem verið hefur á gengi dals gagnvart jeni sýnir að jafnvel „þéttir“ markaðir geta einkennst af miklum óstöðugleika sem erfitt virðist að skýra með breytingum á undirliggjandi grundvallarstærðum. Þetta gildir enn frekar í litlu landi á borð við Ísland.

Erfitt kann að vera að spá fyrir um alla þá þætti sem geta stuðlað að skyndilegum (réttlætislegum eða óréttlætislegum) breytingum á viðhorfi fjárfesta og geta valdið greinilegum breytingum á gengi. Eftir því sem íslenska hagkerfið verður fjölþættara, verða áhrif einstakra fréttanna (til dæmis af stærð fiskivóta eða fiskverði) líklega minni, eða að minnsta kosti verða áhrif þeirra á

hinar undirliggjandi grundvallarstærðir minni. Samt geta sveiflur í hugarfari fjárfesta verið áfram í ósamræmi við hið raunverulega mikilvægi slíkra fréttanna fyrir hagkerfið; og ef hagkerfið er ekki að nokkru marki einangrað fyrir þessum sveiflum í hugarfari fjárfesta, kann sú framtíðarspá sem felst í hugarfari þeirra að valda því að spáin rætist.

Hefð er fyrir því að tengja mikinn viðskiptahalla við mikinn „veikleika“. Eins og við höfum bent á, stafar þetta áreiðanlega að miklu leyti af því að í mörgum tilvikum stafaði mikill viðskiptahalli ýmist af miklum hallarekstri ríkissjóðs og/eda íhlutun ríkisvaldsins á gjaldeyrismarkaði, en í sjálfu sér er hvorugt sjálfbært. Þegar þessir þættir eru ekki til staðar, er engin fyrirfram ástæða fyrir því að mikill viðskiptahalli leiði til kreppu, fremur en til hægrrar og jafnrrar aðlögunar. Henni getur tengst mikil gengisaðlögun, en þarf ekki að gera það, eins og getið var um hér að ofan. En hugarfar fjárfesta er hvikult og sú staðreynd að viðskiptahallinn er talinn tengjast kreppum – og sú skoðun er ítrekuð af fræðimönnum sem virðast hafa vit á efninu – getur sjálf að nokkru marki stuðlað að því að auka líkurnar á kreppu. Og ef það er reyndin er nauðsynlegt að takast á við þá áhættu sem hallinn leggur á hagkerfið.

Vissulega veldur viðvarandi viðskiptahalli því að hreinar erlendar skuldir aukast. Ef fjárfreymið er í mynd lána, sem eru til skamms tíma, og eru skráð í erlendum gjaldmiðli, geta þau orðið til þess að auka veikleika hagkerfisins; lánardrottnar geta skyndilega krafist endurgreiðslu. Þetta líkist því þegar áhlaup er gert á banka, en þó er tvenns konar mikilvægur munur á: Í fyrsta lagi, aðlagast gengið þegar það er sveigjanlegt og gjaldeyrissvarsjóðir eru ekki tæmdir. En sjálfar gengisbreytingarnar geta auðvitað haft afar truflandi áhrif og hin jafnvægismyndandi gengisaðlögun getur verið afar stór í sniðum, eins og dæmin frá Suðaustur-Asíu sýna. Í öðru lagi er til einfalt úrræði, gjaldþrot, sem viðbragð við því þegar ekki er unnt að standa við að greiða umsamdar afborganir, vegna þess að þeir sem taka lánin eru einkaaðilar. Þetta takmarkar þessar skuldbindingar, og ef virk lög um gjaldþrot, sem kennd eru við 11. kafla, [Chapter 11 provision] (sem heimilar skjóta

ákvörðun um gjaldþrot, með endurskipulagningu á kröfum gagnvart fyrirtækinu, en ekki slit fyrirtækisins) eru í gildi, getur það takmarkað hreyfingu gengisins niður á við. Eftir sem áður hefur „áhlaup“ á gjaldmiðilinn kerfislæg áhrif. Í samræmi við það eru mikil úthrif tengd þessum skammtímaskuldum við útlönd í erlendri mynt, úthrif sem hagstjórnin verður að takast á við. Ég sný mér aftur að þessu máli síðar.

Þeir veikleikar sem tengjast skammtímaskuldum í erlendri mynt geta myndast jafnvel þó að hreinar skuldir aukist ekki, og þeir þurfa ekki að myndast jafnvel þó að hreinar skuldir aukist. Það er að segja, land getur búið við takmarkaða veikleika þegar á heildina er litið, eins og veikleikar eru mældir með dæmigerðum lýsitölum, en þó geta skuldir þess legið í skuldaviðurkenningum sem skráðar eru í erlendri mynt meðan eignirnar eru í hlutabréfum. Og ef mörg fyrirtæki skulda háar fjárhæðir í skammtímalánum í erlendri mynt getur það haft neikvæð þjóðhagsleg áhrif, jafnvel þó að önnur fyrirtæki eigi að því er virðist jafn háar fjárhæðir í skammtímaeignum í erlendri mynt. Það sem máli skiptir er dreifing hreinna skulda meðal fyrirtækjanna í hagkerfinu.

Í rannsóknnum sem gerðar voru á veikleikum hagkerfa fyrir kreppuna í Suðaustur-Asíu virtust skuldir í erlendum myntum ekki hafa umtalsverðan skýringarmátt til að útskýra kreppurnar. Þar eð unnt er að skipta „peningum“ heimalandsins fyrir dali þegar gjaldeyrisviðskipti eru frjáls, má líta á allt peningaframboðið, ekki aðeins erlendar skuldir, sem „kröfuhafa“. En þó hafa aðfallsgreiningar frá 1997 sýnt að hlutfall erlendra skammtímaskulda af gjaldeyrisforða hefur verið þýðingarmikið. Þetta getur aftur að hluta til staðist ef það verður hluti af skoðunum manna og væntingum: Ef allir eru þeirrar skoðunar að hættara sé við að tiltekið land lendi í kreppu þegar hlutfall erlendra skammtímaskulda af gjaldeyrisforða fer upp fyrir ákveðinn þröskuld, til dæmis upp fyrir einn, munu líkur aukast á því að landið lendi í kreppu. Forsjálar ríkisstjórnir myndu forðast að sýna slíkt veikleikamerki á landinu.

Á Íslandi hefur einnig verið útlánaþensla. Vöxtur útlána bankakerfisins hefur verið um eða yfir 25% í þrjú ár. Bersýnilega hafa hinir háu

vextir ekki dugað til að slá á eftirspurn eftir lánum. Þetta getur stafað af þeirri skoðun að lánskostnaður verði jafnvel enn hærri í framtíðinni – reyndar getur komið til lánsfjárskömmtnar í framtíðinni, þannig að ekki verði unnt að fá lán sama hver kjörin verða – þannig að það sé *hlutfallslega* ódýrt að afla lánsfjár núna. Þessi skoðun (líkt og margar þeirra skoðana sem lýst hefur verið að ofan) getur að minnsta kosti að hluta til haft þann eiginleika að rætast af eigin völdum. Útlánaþenslu fylgir oft „hrun“ og eftir hrunið kemur tímabil litilla, og venjulega skammtaðra, útlána. Reyndar er eftirfarandi í fullu gildi fyrir hagkerfið í heild og fyrirtækin: Samband er á milli útlánaþenslu lánastofnunar og líkinda á því að hún lendi í erfiðleikum í framtíðinni. Að gefnum þessum skoðunum og væntingum getur þurft afar miklar vaxtabreytingar til þess að slá á eftirspurn eftir lánsfé og þessar vaxtabreytingar verða sjálfar til þess að valda gríðarlegu álagi á hagkerfið.

Hér á undan var minnst á að gengisbreytingar geta haft mikil áhrif á efnahagsreikninga fyrirtækja. Á sama hátt geta miklar vaxtahækkningar haft jafnvel enn meira tortímandi áhrif, sér í lagi á mjög skuldsett fyrirtæki. Þó að fyrirtæki sem eru berskjölduð fyrir gengisbreytingum geti frá fræðilegu sjónarmiði aflað sér varnar gegn gengisáhættunni er mun erfiðara fyrir fyrirtækin að afla sér tryggingar fyrir sveiflum á vöxtum. Tímasetning gjalddaga lána snýst ekki aðeins um áhættu, heldur líka um „stjórn“. Lánveitendur vilja vita að þeir hafi réttinn til þess að krefjast fjár síns aftur, til dæmis vegna breytinga á aðstæðum. Þannig má vera að fæstir lántakar hafi tök á að takmarka áhættu sína með langtímalánum, þeir verða einfaldlega að taka minni lán. Og þetta mun næstum óumflýjanlega draga úr hagvexti og skaða ráðstöfunarhagkvæmni hagkerfisins.

Þetta er lýsandi fyrir hinn greinilega mun á einföldum líkönum af markaðshagkerfi og þróaðri og raunhæfari líkönum. Í hinum einföldu líkönum, þar sem markaðir eru fullkomnir, einkennist hegðun fyrirtækja af áhættuhlutleysi og þau geta losað sig algerlega við áhættu (vegna þess að þar eru fullkomnir hlutabréfamarkaðir). Við þessar forsendur má horfa fram hjá þeirri áhættu sem

tengist mjög breytilegum vöxtum. Að gefnum þeim ráðstöfunarábata sem fæst með því að markaðurinn ákvarði vexti, má því með réttu fordæma alla íhlutun í fjálsa verkan markaðarins. Staðreyndin er sú að fjármagnsmarkaðir þurfa miklar upplýsingar og verkan þeirra er greinilega frábrugðin því sem lýst er í þessu einfalda líkani. Þar getur átt sér stað (og á sér oft stað) skömmtun á bæði lánsfé og hlutfé. Ráðstöfun fjármagns er ekki háttáð líkt og á uppboðsmarkaði. Þannig er ráðstöfunarábatinn sem fæst af afar breytilegum vöxtum sem ákvarðast á markaði minni en hann er samkvæmt hinu viðtekna líkani. Jafnframt fellur til mikill kostnaður. Vegna þess að áhættumarkaðir eru ófullkomnir valda sveiflur á vöxtum miklum kostnaði: Fyrirtækin taka minna fé að láni og skilvirkni fjármagnsmarkaða verður í reynd minni – það verður minna streymi fjármagns frá þeim stöðum þar sem framleiðni er lítil til þeirra staða þar sem framleiðni er mikil. Í reynd skerðist ráðstöfunarhagkvæmni fjármagnsmarkaðar!

Hin skaðlegu áhrif koma glöggt fram þegar vaxtabreytingar eru nógu miklar til þess að knýja mörg fyrirtæki í gjaldþrot eða valda þeim greiðsluferfiðleikum. Gjaldþrot leiðir til tortímingar á skipulagsfjármagni og upplýsingafjármagni. Eins og við höfum bent á, er mikil heldni í þessu. Takið eftir að áhrifin sem hér er um að ræða eru ekki aðeins óafturkræf, heldur einnig ólínuleg: Litlar vaxtabreytingar eru ólíklegar til að koma mörgum fyrirtækjum í greiðsluferfiðleika, en miklar breytingar geta rekið hlutfallslega fleiri fyrirtæki í gjaldþrot.

#### IV. Viðbrögð hagstjórnarinnar: almenn sjónarmið.

Meginvandí lítilla og opinna hagkerfa er hvernig þau eigi að stýra áhættunni sem þau standa frammi fyrir: Hvernig á að bregðast við öru streymi fjármagns inn eða út úr landinu, umtalsverðum gengissveiflum á gjaldmiðli þeirra, eða á gengi á milli gjaldmiðla viðskiptalanda þeirra. Ábatinn af samþættingu við hið hnattræna hagkerfi er slíkur að ekkert land vill einangra sig, jafnvel þó að þessi gríðarlega áhætta fylgi samþættingunni.

Afnám hafta á fjármagnsmörkuðum eða sveigjanlegt gengi eru ekki markmið í sjálfu sér

og jafnvel ekki heldur lítil verðbólga eða stöðugt gengi. Markmið hagstjórnar er að auka efnahagslega velferð: Við ættum aldrei að rugla saman markmiði og leiðum. Meginverkefni hagstjórnar er að halda uppi fullri atvinnu, miklum hagvexti, og stöðugleika. Íhlutun hagstjórnar ber að meta frá þessu sjónarmiði. Í eftirfarandi málsgreinum fjalla ég um nokkrar ólíkar tegundir íhlutunar hagstjórnar sem rétt er að líta á sem hluta af áhættustýringarkerfi landa.

Hagstjórnaraðgerðum, sem takmarka hagvöxt eða auka atvinnuleysi, fylgir mikill kostnaður. Ef veruleg hætta er á að yfirstandandi góðæri muni leiða til umtalsverðrar niðursveiflu getur það hins vegar verið þess virði að hagkerfið beri þennan kostnað. En líkurnar á því velta að sínu leyti sumpart á því hvernig stjórnvöld beita peningamálastefnu og fjármálastefnu til að bregðast við ógninni af niðursveiflu. Ef farið er eftir Suðaustur-Asíu-forskriftinni (Kórea, Tæland, Indónesía) fellur gríðarlegur kostnaður á samfélagið. Gagnstætt því sýndu Kínverjar að unnt er að nota forsjála fjármálastefnu til þess að forðast niðursveiflu innanlands, jafnvel þó að efnahagslægd/kreppa hafi blasað við heimshlutanum.

#### IV. 1 Hlutverk útlendinga.

En áður en við snúum okkur að þessum málum, vil ég leggja áherslu á að það eru ekki aðeins vandamál í lántökulandinu sem geta leitt til þess að landið verði of berskjaldað fyrir skammtíma gengisáhættu. Reglugerðir (og brestir í eftirliti með því að farið sé eftir reglugerðum) í lánveitendalöndum geta valdið því að lánveitendur bjóði skilmála sem eru „of góðir til að unnt sé að hafna þeim“. Þessi vandi jókst vegna hinna upphaflegu Baselreglna, sem kváðu svo á að áhætta vegna skammtímaskulda skyldi hafa minna vægi en áhætta vegna langtímaskulda.

Aðrar reglur í löndum sem leggja til lánsfé geta stuðlað að miklum óstöðugleika fjárstreymis. Til dæmis er mörgum bandarískum stofnunum aðeins heimilt að fjárfesta í verðbréfum með tiltölulega góðri lánshæfiseinkunn. Þegar matsfyrirtækin fella lánshæfiseinkunn verðbréfs þurfa stofnanirnar því að selja viðkomandi verðbréf úr eignasafni sínu, en það veldur hraðri verðlækkun

og tryggir þannig sjálfkrafa að áhyggjur matsfyrirtækisins verða ekki tilefnislausar.

Hinn takmarkaði árangur sem orðið hefur við umbætur á innviðum hins alþjóðlega fjármálakerfis frá upphafi Asíukreppunnar bendir til þess að lántökulöndin muni þurfa að treysta á sínar eigin áhættustýringaráætlanir til þess að koma í veg fyrir kreppur og milda áhrif þeirra.

#### IV. 2 Þörfin fyrir áhættustýringu á breiðum grunni.

Mörg þeirra vandamála sem lítil opin hagkerfi standa frammi fyrir núna eru afleiðing af afnámi hafta á fjármagnsmörkuðum, sem hefur gert þau berskjölduð fyrir mikilli áhættu – hættu á að hugarfar innlendra eða erlendra fjárfesta breytist skyndilega og þeir dembi fjármagni inn í löndin eða dragi það þaðan – um leið og takmarkanir hafa verið gerðar á þeim aðgerðum sem löndin gætu gripið til til að stýra þessari áhættu. Því er ósköp eðlilegt að umræður um hagstjórn snúist einkum um íhlutun í streymi skammtímafjármagns. Hins vegar þurfa áhættustýringaráætlanir að ná yfir meira en það eitt að leggja hömlur/skatta á fjárstrauma. Tvær aðrar lykilvaddir eru stefna að því er varðar gjaldþrot og gengisfyrirkomulag. Nú um stundir eru gjaldþrotalög víða ekki vel til þess fallin að fást við kerfislæg vandamál. Ég hef annars staðar fært rök fyrir reglum um gjaldþrot, sem ég hef kallað „ofur-11. kaflareglur“, sem myndu ekki aðeins minnka hinn samfélagslega kostnað af gjaldþrotum og flýta úrlausn vandamála, heldur gætu einnig hjálpað til við að stuðla að stöðugra gengi (vegna þess að takmarkanir væru settar á fjárhæð millifærslna til útlanda á krepputímum).<sup>18</sup>

Íhlutun (til dæmis í streymi skammtímafjármagns) má alla réttlæta út frá kenningunni um *úthrif* – allt sem eykur líkur á áföllum sem ríða yfir allt kerfið leggur kostnað á aðra, og því ætti að hafa „stjórn“ á því, ýmist með reglusetningu eða skattlagningu. Kostnaðurinn fellur til í mynd vannýtingar á eignum og auðlindum og útgjalda hins opinbera. Þessi kostnaður var sérstaklega augljós í Suðaustur-Asíu-kreppunni, þar sem *allir* lántakendur þurftu að bera þann kostnað sem tengdist vaxtahækkun (hvort sem þeir höfðu stundað spákaupmennsku með erlendan gjaldeyri eða ekki), og þar sem efnahagsstefna sem átti að vinna gegn kreppunni hafði verulega skaðleg áhrif á nánast allt samfélagið, þar á meðal á launafólk, fyrirtæki og ríkisvaldið. Vegna þess að stjórnvöld hafa tilhneigingu til að stunda hjálparaðgerðir (sem njóta stuðnings Alþjóðagjaldeyrissjóðsins) þurftu þeir, sem stunduðu áhættusama starfsemi, auk þess ekki einu sinni að bera fullan *einkakostnað* af gerðum sínum.

Til þess að ganga úr skugga um áhrif margs konar íhlutunar, ættum við að gera greinarmun á þeim áhrifum sem hún hefur á jaðrinum, og tengjast hvötum, og áhrifum sem hún hefur til þess að breyta dreifingu (til innan-jaðars breytinga). Þannig geta jaðaráhrif stighækkandi afsláttar af fjárfestingarsköttum (eða einhverjar aðrar þeirra aðgerða sem lýst hefur verið) verið frábrugðin áhrifum hans að meðaltali, en meðaláhrifin tengjast breytingum á eignaverði og gengi.

Þetta reynist sérlega mikilvægt þegar við höfum áttað okkur á að þessi dreifingaráhrif hafa raunverulegar afleiðingar (og ráðstöfunaráhrif) fyrir hagkerfið í heild. Í ljósi þeirra þátta sem einkenna fjármagnsmarkaði sem bent var á hér að ofan, gætu þessi dreifingartengdu ráðstöfunaráhrif auk þess verið sterkari en ráðstöfunaráhrif af því tagi sem hefðbundin greining hefur einkum beint sjónum að (svonefnt allratap á mælikvarða „Harberger-þríhyrninga“) og eru samkvæmt flestum greinargerðum ekki ýkja mikilvæg.

18. Marcus Miller og Joseph Stiglitz, „Bankruptcy Protection Against Macroeconomic Shocks: The case for a ‘super Chapter 11’,“ Centre for the Study of Globalization and Regionalization, University of Warwick, aprílmánuði 1999. Gjaldþrotareglur sem kenna má við „super Chapter 11“ myndu gera kleift að endurskipuleggja fyrirtæki sérlega hratt, gegnum endurskipulagningu skulda, þegar meiri háttar truflun verður á hagkerfinu sem líklegt er að hafi stuðlað að því að fyrirtækið varð gjaldþrota.

#### IV. 3 Afnám hafta á fjármagnsmörkuðum.

##### IV. 3.1 Mat lagt á kostnað og ábata.

Afnám hafta fjármagnshreyfinga hefur víða verið lofuð á þeim forsendum að það bæti ráðstöfunarhagkvæmni fjármagnsmarkaða og stuðli þannig að auknum tekjum og hagvexti. Enn fremur er því haldið fram að áhættudreifingin sem „hnattvæðing“ fjármagnsmarkaða getur leitt af sér þýði að fjárstreymi frá útlöndum geti vegið upp á móti óstöðugleika heima fyrir, og hjálpi þar með til að koma jafnvægi á hagkerfið. Af þessum ástæðum var mælt með afnámi hafta á fjármagnsmörkuðum í löndunum í Suðaustur-Asíu, sem ekki þurftu í rauninni á auknu heildarinnstreymi fjármagns að halda, vegna hins háa sparnaðarhlutfalls sem þar ríkti. Hins vegar var engin stoð í rannsóknum eða reynslu fyrir neinu af þessum meinta ábata, og víðfeðmari hagfræðikenningar, þar sem það var tekið með í reikninginn að markaðir með áhættu og upplýsingar eru ófullkomnir, bentu til þess að góð rök væru fyrir því að afnám hafta á fjármagnsmörkuðum myndi hafa skaðlegar afleiðingar.

Sér í lagi hefur Dani Rodrick prófessor við Harvardháskóla sýnt með reynslurökum að ekki er samband á milli afnáms hafta á fjármagnsmörkuðum og hagvaxtar eða fjárfestingar.<sup>19</sup> Langtímafjárfestingu er ekki hægt að byggja á fé sem streymir inn eða út úr landi á einni nóttu. Auk þess hafa löndin þurft að koma sér upp meiri gjaldeyrisforða eftir því sem skammtímaskuldabyrði hefur aukist, vegna þess að þau hafa orðið næmari fyrir þeirri áhættu sem tengist ónógum gjaldeyrisforða í hlutfalli við skammtímaskuldir (ekki aðeins í hlutfalli við innflutning eins og áður var). Í reynd merkir þetta að fá fyrirtæki í litlu og opnu hagkerfi 100 milljónir dala í skammtímalán frá bandarískum banka, sem ber til dæmis 15% vexti, þarf landið að leggja 100 milljónir dala til hliðar í gjaldeyrisforða, til dæmis í bandarískum ríkisskuldabréfum. Frá þjóðhagslegu sjónarmiði tekur landið lán frá Bandaríkjunum á 15% vöxtum og lána þvi til baka á 5% vöxtum eða svo. Erfitt er að sjá

19. Dani Rodrick, „Who Needs Capital Account Convertibility?“ Princeton International Finance Section symposium, febrúar 1998.

hvornig fjárhagslegar aðgerðir af þessu tagi geta stuðlað að hagvexti. Þetta dæmi er lýsandi fyrir lykilatriði í hagstjórn: *Fjárstraumar, sér í lagi fjárstraumar til skamms tíma, valda miklum úthrifum og stjórnvöld hafa það hlutverk að reyna að takast á við þessi úthrif, rétt eins og stjórnvöld myndu reyna að gera í tilviki annarra úthrifa, svo sem þeirra sem stafa af mengun. Fjallað verður um spurninguna um með hvaða hætti sé best að takast á við þessi úthrif, hvort það sé með aðferðum sem byggjast á því að beita verðlagningu eða magntakmörkun, hér að neðan.*

Skammtímastraumar fjármagns (eins og aðrar myndir eignasafnastrauma geta haft skaðleg áhrif af öðrum ástæðum, sér í lagi vegna afleiðinga þeirra á gengi (vandinn um „hollensku veikina“). Reyndar hefur aðalefnahagsráðgjafi Rússlandsforseta nýlega haldið því fram með rökum að þessi áhrif hafi valdið því að Rússland skaðaðist af þessum fjárstraumum.

Jafnframt því sem það er í besta falli vafasamt að afnám hafta á fjármagnsmörkuðum leiði til meiri hagvaxtar, eru skýrar vísbendingar um að áhættan, sem afnám haftanna veldur, geti haft skaðleg áhrif á lönd. Enn fremur hefur reynslan sýnt að sú skoðun stenst einfaldlega ekki að skammtímastraumar stuðli að jafnvægi. Áður en kreppan hófst var vitað að þessi skoðun stæðist ekki: Skammtímafjárstraumar eru sveiflumagnandi, ekki sveiflujafnandi, og þannig hljóta þeir nánast óumflýjanlega að gera sveiflurnar erfiðari viðureignar en ekki að milda þær.<sup>20</sup> Óstöðugleiki þessara strauma stuðlar að óstöðugleika í hagkerfinu í heild, afnám hafta á fjármagnsmörkuðum er í kerfisbundnu sambandi við tíðari og dýpri kreppur. Ennfremur eru vísbendingar um að þessar kreppur hafi langvarandi áhrif og hagvöxtur verði hægar í fimm ár eða lengur eftir upphaf þeirra.<sup>21</sup>

20. Sjá W. Easterly, R. Islam og J.E. Stiglitz, „Shaken and Stirred: Volatility and Macroeconomic Paradigms for Rich and Poor Countries,“ Michael Bruno Memorial Lecture, fluttur á XII World Congress of the IEA, Buenos Aires, 27. ágúst 1999 og sjá einnig tilvitnanir í fyrirlestrinum.

21. Gerard Caprio, „Safe and Sound Banking in Developing Countries: We're not in Kansas Anymore.“ *Research in*

IV. 3.2 Íhlutun og hversu vel hún hefur verkað: Síle, Malasía og Kína.

Takmarkanir á innstreymi fjármagns, eins og þær sem lagðar voru á í Síle stóran hluta tíunda áratugarins, drógu ekki aðeins úr þessum óstöðugleika (þó að þær kæmu ekki í veg fyrir hann) heldur gáfu þær löndunum einnig nokkru meira frelsi til að beita peningamálastefnu og gerðu þeim þar með kleift að stýra hagkerfinu betur. Ávinningurinn af þessum þjóðhagslega ábata gerir langtum meira en að veða á móti „Harbergerþrihyrningunum“ sem lýsa þeim ráðstöfunarþjögunum sem stafa af því að fjármagn er ekki fullkomlega hreyfanlegt.

Með áþekktum hætti höfðu takmarkanir á útstreymi fjármagns í Malasíu ekki þær skaðlegu afleiðingar sem spáð var, og þær gerðu Malasíu kleift að ráða betur við kreppuna en ella hefði verið unnt, og þar með koma því til leiðar að kreppan skildi minna eftir sig af skuldum hins opinbera og óreiðu í einkageiranum. (Lægri vextir en ella höfðu þær afleiðingar að Malasía þurfti ekki að reiða sig jafn mikið á fjármálastefnu til þess að koma hagkerfinu aftur í gang, og af þeim sökum þurfti ekki að hafa eins mikinn hallarekstur á ríkissjóði samkvæmt þessari greiningu og ella. Enn fremur hafði minna álag á fyrirtæki og fjármálageira þá afleiðingu að Malasía þurfti ekki að verja jafn miklu til þess að „endurfjármagna“ bankana í landinu.) Dýfa Malasíu var styttri og henni fylgdi minni samdráttur framleiðslu en í hinum löndunum, þó að það megi að hluta rekja til þess að fyrir kreppuna hafði Malasía beitt reglusetningu til þess að hafa taumhald á berskjöldun fjármálastofnana og einnig fyrirtækja fyrir gengisáhættu.

Kinverjar hafa einnig sýnt að séu takmarkanir á fjármagnsmörkuðum vel hannaðar, þurfa þær ekki að hafa skaðleg áhrif á beina erlenda fjárfestingu. Kína heldur stöðu sinni sem næststærsti viðtakandi þinnar erlendar fjárfestingar á eftir Bandaríkjunum, og rök má færa fyrir því að hinn aukni þjóðhagslegi stöðugleiki, sem takmarkan-

irnar stuðla að, geri fjárfestingu í landinu meira aðlaðandi en ella.

En Síle, Malasía og Kína eru ekki eins fyllilega samþætt hinu hnattræna hagkerfi og Ísland og af þeim sökum mætti halda því fram með rökum að ekki sé augljóst að sú íhlutun, sem dugði vel í þeim löndum, yrði jafn skilvirk eða hefði jafn litlar aukaverkanir á Íslandi. En þó er engin fyrirfram ástæða fyrir því að ætla að íhlutun með sköttum og reglusetningu (henni er lýst í lengra máli hér að neðan) sé umtalsvert erfiðari í framkvæmd en íhlutun á öðrum sviðum efnahagslegrar starfsemi og það eru knýjandi rök fyrir því að koma henni í framkvæmd í ljósi þess hversu úthrifin, sem tengjast þessum óstöðugu straumum, eru mikil.

IV. 3.3 Markmið og ólíkar myndir íhlutunar í fjármagnsmarkað.

Að því marki sem höft á fjármagnsmörkuðum hafa það hlutverk að auka stöðugleika, þurfa þessi höft ekki að vera algerlega skilvirk til þess að ná markmiði sínu. Stíflugarður kemur ekki í veg fyrir að vatnsstraumur úr bráðnandi fannalögum í fjöllum renni til hafs, en hann getur valdið því að straumurinn verði jafnari og stöðugri og breytt flóðum, sem ella hefðu valdið lífsháska og spillt verðmætum, í auðsuppsprettu. Þetta gildir jafnvel þó að hluti vatnsins flæði yfir eða fram hjá stíflunni.

Höft á fjármagnsmörkuðum eða íhlutun, eins og ég kys heldur að kalla þau, geta tekið á sig ýmsar myndir: Kröfur um upplýsingar, skattalög, reglugerðir um banka- og fjármálageira, bein höft. Þessa íhlutun má samþætta. Eins og á öðrum sviðum, mæla ýmis rök með því að nýta virkni markaðarins eða beita verðlagningu, svo sem að beita sköttum á innstreymi fjármagns eins og gert er í Síle. Malasía sneri frá beinum höftum á útstreymi fjármagns og tók þess í stað upp skattlagningu. Ísland stendur ekki frammi fyrir sama vanda og mörg þróunarlönd vegna mikillar spillingar sem tengist gengisstýringu í ýmsum myndum. Þrátt fyrir það bendir ýmislegt til að betra sé að beita verðlagningu í því umhverfi sem nú ríkir, eins og fjallað verður um hér að neðan.

*Financial Services: Private and Public Policy* (9:1997), bls. 79-97.

Unnt er að beita margvíslegri íhlutun þannig að kostnaður verði hóflegur og undanbrögð og óæskilegar aukaverkanir takmarkaðar, eins og reynslan frá bæði Síle og Malasíu hefur sýnt. Um leið og þessi lönd beittu slíkri íhlutun huguðu þau gríðarlega vel að henni í smáatriðum og í Síle var hún aðlöguð þegar umhverfið breyttist.

Þrátt fyrir hinn vinsæla söng gegn íhlutun í fjármagnsmarkaði (þó að hann sé oft byggður á misskilningi), virðist svo sem einhverjar myndir íhlutunar (svo sem skattlagning og reglugerðasetning um banka) séu ekki aðeins betri kostur; sumt af slíkri íhlutun má jafnvel, þegar á heildina er lítið, líta á með afar jákvæðum huga.

#### IV. 3.4 Kröfur um upplýsingar.

Kröfur um upplýsingar geta orðið til þess að stjórnvöld fái viðvörðun um tilraunir til að spila á markaðinn, um leið geta slíkar kröfur um upplýsingar dregið úr arðsemi spákaupmennsku frá sjónarmiði einstaklinga. Mikilvægt er að slíkar kröfur um upplýsingar séu víðtækar því að ella er hætt við að spákaupmennskuviðskipti færast yfir á svið þar sem kröfur um upplýsingar binda hendur manna minna, en dæmigert er að þar sem kröfur um upplýsingar eru minni sé regluverk einnig veikara.

Stöðugt upplýsingaflæði dregur úr líkum á því að miklar breytingar verði á skoðunum og væntingum – af því tagi sem oft tengist kreppum – og það getur komið jafnvægismyndandi aðlögunarferlum í gang. Ef upplýsingar um hreina berskjöldun lands (fjárhæð útistandandi skammtímaskulda þess í erlendum gjaldmiðli) eru víða aðgengilegar og sú skoðun er ríkjandi að slík berskjöldun sé lykilþáttur í aukningu á líkum á kreppu, er sennilegt að um leið og slíkar skuldir aukast muni uppsettir vextir lánveitenda hækka, og þetta mun stuðla að því að draga úr skuldaaukningunni.<sup>22</sup>

22. Vert er að benda á að ef viðurkennt er að slíkar upplýsingar um samanlagðar stærðir hagkerfisins skipti máli jafnast það á við að viðurkenna að hið viðurtekna samkeppnislíkan sé ófullnægjandi; því að í því líkani fást allar upplýsingar sem máli skipta af einum saman upplýsingum um verð. Þátttakendur á markaði þurfa ekki

Á sama tíma er mikilvægt að gera sér grein fyrir því að gagnsæi bóluasetur þjóðlönd ekki fyrir kreppum, en sumt af þeirri mælskulist sem var stunduð snemma í hnattrænu kreppunni hefði getað fengið menn inn á þessa skoðun. Síðasta kreppuhrina átti sér stað í Finnlandi, Svíþjóð og Noregi, löndum sem þekkt eru fyrir gagnsæi á hæsta stigi.

Kröfum um upplýsingar er ekki aðeins unnt að framfylgja með hefðbundnum refsiaðgerðum, heldur má einnig þróa þær þannig að þær framfylgi sér að miklu leyti sjálfkrafa, til dæmis með því að kveða svo á að „skráning“ lánsamninga eða afleiðusamninga sé forsenda þess að þeir hafi forgang eða njóti lagalegrar verndar eftir gjaldþrot.

#### IV. 4 Gengisstefna.

Nú ríkir almennt samkomulag um að fastgengiskerfi sé óæskilegt. Ekki einasta sé ólíklegt að slíkt kerfi geti staðist til lengdar, heldur geti það valdið hagkerfinu gríðarlegum kostnaði ef það stenst, eins og dæmið af Argentínu hefur sýnt svo glögglega, með tveggja stafa atvinnuleysi í meira en hálfan áratug. Fastgengiskerfið hefur valdið því að landið er berskjaldað fyrir breytingum á gengi gjaldmiðla viðskiptalanda þess, og fær á sig skaðleg áföll sem stafa af gengislækkun í Brasilíu og Evrópu.

Þrátt fyrir þetta er fátt sem bendir til þess að Tæland hefði getað *forðast* kreppuna ef þar hefði ekki verið fastgengiskerfi. Á árunum fyrir kreppuna hefði gengi gjaldmiðils þess líklega hækkað en það hefði orðið til þess að síðari lækkun hefði orðið enn meiri. Athugið hve mikla þýðingu það hafði í kreppunni að fjármagnshömlur voru ekki til staðar. Eina leiðin sem lönd höfðu til að bregðast við innstreymi fjármagns var að hækka vexti, til þess að koma í veg fyrir verðbólguþrýsting. Lítið vit virtist í að draga úr útgjöldum hins opinbera vegna þess hversu fjárfesting í innviðum og menntun var arðsöm. (Slík stefna hefði í reynd þýtt að landið hefði fremur kosið að fjárfesta í

– og hafa reyndar engan áhuga á – að vita samanlagt magn þess stáls sem selt er, eða um stál sem selt er til ákveðins lands.

tómum skrifstofubyggingum en í þessum almannagæðum.) Frá pólitísku sjónarmiði var ekki raunhæft að hækka skatta. Aðhaldssöm peningamálastefna var því eini kosturinn. En hinir háu vextir löðuðu einfaldlega meira fjármagn inn í landið. Í stuttu máli var aðlögunarferlið í reynd óstöðugt þegar fjármagnshömlur eða aðrar leiðir til íhlutunar voru ekki til staðar. (Sumir hafa haldið því fram með rökum að fastgengiskerfið hafi fyllt fjárfesta fölsku öryggi. Rökin eru þau að ef gengið hefði verið sveigjanlegt, hefðu fjárfestar vitað af hættunni sem stafaði af hinni óvörðu stöðu eða berskjöldun, og af þeim sökum hefðu þeir takmarkað þessa áhættu. Vera má að þessi rök hafi eitthvert gildi, en þau hvíla á undirliggjandi forsendu um óskynsemi fjárfesta. Skynsamir fjárfestar hefðu vissulega gert sér grein fyrir því að það er ekkert til sem heitir raunverulega fast gengi. Það er aðeins svo, að við sumt gengisfyrirkomulag eru gengisaðlaganir fátíðar en stórar í sniðum. Áhættan sem slíkt gengisfyrirkomulag felur í sér er nákvæmlega sniðin fyrir tryggingamarkaði. Skynsamir fjárfestar hefðu tryggt sig. Ef menn hefðu almennt haft á tilfinningunni að litlar líkur væru á gengisaðlögun, hefði tryggingaverð verið lágt. Þá staðreynd að þeir tryggðu sig ekki má túlka svo að hún styrki hina sífellt viðteknari skoðun að fjárfestar séu óskynsamir. En um leið og við föllumst á að fjárfestar séu óskynsamir, viðurkennum við að miklar breytingar geti átt sér stað á genginu – á hugarfari fjárfesta – sem eigi sér ekki forsendu í grundvallarstærðum, eins og við höfum þegar bent á.)

Frá almennara sjónarmiði geta lönd með sveigjanlegt gengiskerfi eftir sem áður staðið frammi fyrir kreppum. Það er fátt sem bendir til þess að þegar markaður ákvarðar verð geti ekki átt sér stað skyndilegar breytingar á þessu verði („kreppur“). Skyndilegar verðbreytingar eiga sér stað á mörgum eignamörkuðum (til dæmis hrun á hlutabréfamörkuðum) þar sem verð er fullkomlega sveigjanlegt. (Sjá umræðu hér að ofan.)

Þó að menn séu almennt sammála um kosti sveigjanlegs gengis, stendur sú spurning eftir hvort flotíð eigi að vera „hreint“ eða „óhreint“. Talsmenn hins frjálsa markaðar ættu að trú á hreint flot: Markaðir ættu að hafa frelsi til að

ákvarða þetta verð, rétt eins og þeir ákvarða annað verð. En þó er eftirtektarvert hversu margir fylgismenn hins frjálsa markaðar trúa enn á einhvers konar gengisíhlutun. Til eru tvenn rök sem styðja þá skoðun að vit geti verið í því. Í fyrsta lagi er til umtalsverður vitnisburður um umfram-óstöðugleika eignaverðs.<sup>23</sup> Í öðru lagi hafa gengisbreytingar kerfislæg áhrif sem eru töluvert meiri en til dæmis breytingar á verði hlutabréfa eins fyrirtækis eða verði einnar vörutegundar. Vandinn stafar af þeirri hættu sem felst í að reyna að halda uppi of háu gengi. Reynslan af gengisíhlutun vekur spurningar um getu skriffinna – hvort sem er á þjóðlegu stigi eða alþjóðlegu – til að gera betur en markaðirnir, en okkur grunar að möguleikar á að gera það kunni að vera betri eftir því sem markaðir eru „gísnari“.

#### IV. 5 Vöruskiptahalli og úrræði hagstjórnar til þess að rétta hallann.

Í sögunni hafa kreppur verið settar í samband við mikinn vöruskiptahalla, sem að sínu leyti hefur verið settur í samband við of hátt gengi. Eins og bent var á hér á undan hafa nýlegar kreppur verið tengdar fjármagnsjöfnuði. Eins og reynslan frá Tælandi sýnir geta bókhaldsjöfnurnar sem tengja saman fjármagnsjöfnuð og vöruskiptajöfnuð endurspeglad flókið orsakasamband. Með sveigjanlegu gengi getur stórbrotið innstreymi fjármagns leitt til þess að gengi gjaldmiðils landsins hækkar og það getur leitt til vöruskiptahalla. Tilvist vöruskiptahallans getur valdið áhyggjum af almennum efnahagslegum stöðugleika í hagkerfi landsins og þar með stuðlað að óstöðugu fjármagnsstreymi, og þannig að óstöðugu gengi. Með almennari orðum er gengið innri breyta þegar það er sveigjanlegt. Þá er ekki hægt að „kvarta“ yfir genginu, heldur fremur yfir gildi þeirra stefnubreyta sem valda því að gengið er „of hátt“, og venjulega voru góðar ástæður fyrir því að umrædd stefna var valin, áhrifin á gengi eru aukaverkanir. Þá þarf að líta á alla stefnublönduna. Þannig er unnt að nota háa vexti til að skapa mótvægi við innstreymi fjár-

23. Sjá neðanmálsgrein 1 hér að framan. Þessi skoðun er hins vegar enn umdeild. Sjá til dæmis Ely-fyrirlestur Roberts Halls á þingi American Economic Association 2001.

magns og koma í veg fyrir að hagkerfið ofhitni, en þessir háu vextir geta sjálfir stuðlað að hækkun á gengi gjaldmiðilsins (við vissar aðstæður). Áhyggjur af þessari skaðlegu afleiðingu fá menn þannig til að hugsa um aðrar leiðir til að dempa hagkerfið, sér í lagi aðhald í ríkisfjármálum. Í mörgum tilvikum er þó arðsemi opinberra útgjalda, sér í lagi fjárfestingar, afar mikil, og skattahækkanir geta mætt mikilli andspyrnu, sérstaklega þegar ríkið er rekið með afgangi. Við þessar aðstæður þarf að taka aðra ihlutun til athugunar, til dæmis skatta á skammtímafjárstreymi, eða á þær sérstöku gerðir fjárfestingar sem eru taldar örva „uppsveifluna“.

Enda þótt hin hefðbundna skoðun hafi verið að vöruskiptahalli, sem stafaði af ójafnvægi á milli sparnaðar einkageirans og fjárfestingar, ætti ekki að vera vandamál – þar eð einkageirinn tæki ekki lán nema vænt arðsemi væri meiri en uppsettir vextir, þannig að vöruskiptahallinn gæti ekki, samkvæmt skilgreiningu, verið til fram-búðar – þá er hún ekki lengur talin standast. Í fyrsta lagi geta markaðir einkennst af óskynsamlegri hjartásýni (bólur); *vænt* arðsemi knýr fjárfestingu áfram, og ef arðsemisvæntingar ganga ekki eftir, getur kreppa hlotist af. Í öðru lagi geta þátttakendur á markaði trúað því að til staðar sé óopinber (eða opinber) ríkisábyrgð. Vera má að björgunaraðgerðir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hafi aukið þennan vanda.

Þannig þarf mikill vöruskiptahalli í landi sem hefur sveigjanlegt gengi á gjaldmiðli sínum ekki endilega að verða til þess að gengislækkun sé nauðsynleg. Gengið er innri breyta. Hinar mikilvægu spurningar eru: (1) Hvaða hagstjórnaraðgerðir myndu lækka gengið og þar með draga úr líkum á kreppu? (2) Mun gengisbreyting óhjákvæmilega verða til þess að minnka vöruskiptahallann? Það er til tvenns konar nálgun til að svara þessum spurningum, önnur þeirra mótast af útgjaldakenningu, hin snýst um hlutfallslegt verð.

Ef útgjaldakenningin er valin, er hugsað um það hvernig landið geti aukið sparnað eða dregið úr fjárfestingu. Ef mikill halli er á fjárlögum er til einföld uppskrift að stefnu: Dragið úr fjárlagahallanum. Mikill vöruskiptahalli er nú í Bandaríkjunum, en þar er ríkissjóður rekinn með

afgangi. Á áþekkan hátt var ríkissjóður Tælands rekinn með afgangi. Eins og minnst var á hér á undan er lítið vit í því fyrir ríkisvaldið, þegar arðsemi er mikil af fjárfestingu hins opinbera til dæmis í menntun og innviðum, að draga úr þessari fjárfestingu, og það er pólitískt séð óaðlaðandi og ef til vill ekki heldur gerlegt, að auka skattlagningu umtalsvert þegar ríkissjóður er rekinn með afgangi. Erfitt hefur reynst að örva sparnað einstaklinga, það er fátt sem bendir til umtalsverðrar vaxtateygni, svo að ólíklegt er að venjuleg skattaleg hvatning hafi mikil áhrif á sparnað. Vera má að almannatryggingar hafi mikil og neikvæð áhrif á sparnað, þó að þessi áhrif séu enn umdeild. Á hinn bóginn geta verið þær aðstæður að fjárfesting sé of mikil, til dæmis í fasteignum, og þá gæti skattur sem væri hannaður til þess að draga úr slíkri fjárfestingu bætt stöðuna á viðskiptajöfnuði. Af sömu ástæðum getur fjárfesting í varanlegum neysluvörum verið of mikil, sér í lagi ef neytendur eru þeirrar skoðunar að breytingar verði á verðlagi eða á falboðnu lánsfé í framtíðinni. (Sjá umræðu hér að framan.) Færa má sömu rök um innfluttar varanlegar neysluvörur og gengið, það er að segja, ef neytendur telja gengið vera tímabundið of hátt, munu þeir herða á innkaupum sínum á innfluttum varanlegum neysluvörum. Enn má nota skattastefnu til þess að draga úr slíkri fjárfestingu. Þessar efna-hagsaðgerðir geta bæði leitt til aukinnar ráðstöfunarhagkvæmni í hagkerfinu og aukins stöðugleika þess – um leið og þær verða til þess að vöruskiptahalli minnkar.

Útgjaldakenningin leggur áherslu á að ef hagkerfið er við fullt atvinnustig mun vöruskiptahallinn haldast óbreyttur, óháð gengisbreytingum, nema sparnaður innanlands aukist eða fjárfesting innanlands minnki. Reyndar mun gengið aðlagast til að tryggja að þetta gerist. Þannig kann skattur á innfluttar neysluvörur að leiða til samdráttar eftirspurnar eftir þessum vörum á hvaða gefnu gengi sem er, en eftir því sem eftirspurn eftir erlendum gjaldeyri minnkar, mun gengið hækka og þessi áhrif veða á móti hinum upphaflegu áhrifum. Niðurstaðan verður að gengið breytist, innflutningur og útflutningur verður minni, en vöruskiptajöfnuður breytist ekki.

(Í undanfarandi málsgrein greindum við ýmsar leiðir til þess ýmist að auka heildarsparnað í hagkerfinu eða draga úr fjárfestingu.)

Þrátt fyrir það kann að vera eftirsóknarvert að beita slíkri íhlutun, vegna áhrifa hennar á eignasöfn (raunauð). Ef innlend fyrirtæki eða heimili hafa miklar hreinar skuldbindingar erlendis skráðar í dólum, getur gengishækkun gjaldmiðilsins haft jákvæð áhrif á efnahagsreikning þeirra. Þessar breytingar á efnahagsreikningum geta að sínu leyti haft jákvæð áhrif á bæði heildareftirspurn og heildarframboð. Svo kunna að vera önnur skammtímaáhrif á framboðshlið, til dæmis mun arðsemi aukast fyrir fyrirtæki, sem búa við sammingsbundið verð á afurðum, þegar kostnaður við innflutt aðföng minnkar. Ef áhrifin á framboðshlið eru meiri en áhrifin á eftirspurnarhlið mun innlendir sparnaður aukast og halli á vöruskiptajöfnuði minnka.

Slík íhlutun getur samrýmst skuldbindingum gagnvart Alþjóðaviðskiptastofnuninni (WTO), með því einfaldlega að lögð séu vörugjöld á vörutegundir sem eru fluttar í tiltölulega miklum mæli inn í landið; þetta er sérstaklega auðvelt fyrir lítið land á borð við Ísland. Vegna þess að landið framleiðir ekki bifreiðar, svo að dæmi sé tekið, myndu vörugjöld á bifreiðar í *reynd* (en þó ekki að *lögum*) vera skattur á innfluttar vörur.

Tímabundnir skattar geta verið sérstaklega skilvirkir (ef unnt er að gera það trúverðugt að álagning þeirra sé skammtímaráðstöfun). Heimilin nýta sér þá ekki aðeins staðgönguvörur til að komast hjá því að kaupa hina skattlögðu vörutegund, heldur vita þau að fresti þau innkaupum, til dæmis um tvö ár, mun kostnaður við innkaupin verða minni. Þrátt fyrir þetta þarf neyslustig á þeirri *þjónustu* sem vörutegundin gefur af sér ekki að minnka mikið, vegna þess að beita má auknum útgjöldum í innlenda viðhaldsstarfsemi til þess að fá sama þjónustustig út úr þeim eignum sem til eru fyrir í landinu.

#### IV. 6 Fjármálakerfi.

Meiri háttar hrun sem hefur langvarandi áhrif er sérstaklega tengt berskjöldun bankakerfisins sem er ein ástæðan fyrir því að mikilvægt er að stjórnvöld taki þátt í að setja varúðarreglur. Þó að fengur sé í nýlegri áherslu á áhættustýringarkerfi, þarf breiðari „eignasafnsnálgun“ við reglusetningu, sér í lagi í ljósi hins mikla óstöðugleika sem tengist eignaverði í litlum, opnum hagkerfum. Banki sem hefur ef til vill virst haga málum sínum af forsjálni, og hefur krafist mikilla veða fyrir lán-um, gæti komist að raun um að verðmæti veðanna hrynur þegar kreppa ríður yfir.

Þó að kröfur um eiginfjárlutfall sem byggðar eru á áhættumati séu mikilvægar, er áhættuáðlögunin langt frá því fullnægjandi. Ófullnægjandi áhættuáðlögun getur í raun og veru valdið meiri berskjöldun fyrir áhættuþáttum, sér í lagi þegar henni fylgja ófullkomnar bókhaldsvenjur (þegar eignir eru ekki færðar til bókar miðað við markaðsverð). Ennfremur getur það að fylgja kröfum um eiginfjárlutfall stranglega eftir verið sjálf-skætt, og það getur ekki aðeins brugðist að slíkt bæti efnahagsreikning bankanna, heldur einnig haft umtalsverð áhrif til að stuðla að efnahagslegri niðursveiflu. Reyndar hefur verið sýnt fram á að það er Paretó-óhagkvæmt að reiða sig um of á staðla um eiginfjárlutfall. Í öðrum reglugerðum, sem eru mikilvægur hluti af „reglugerðasafninu“, er lögð áhersla á að ólíkir hlutar breytast þegar aðstæður breytast. Til dæmis geta hraðatakmarkanir (sem takmarka hraða lánaúþpenslu bankanna) og takmarkanir á berskjöldun fyrir ólíkum áhættuþáttum gegnt mikilvægu hlutverki.<sup>24</sup> Í þessu sambandi eru takmarkanir

24. Hraðatakmarkanir eru hömlur á því hversu ört bankar mega auka útlán. Reynsla frá Bandaríkjunum (í sparisjóðahruninu) og annars staðar sýnir að bönkum sem auka lán sín örast er hættast við því að lenda í ógöngum. Þetta getur sumpart stafað af því að bankarnir geta ekki haft góða stjórn á útlánaaukningu þegar hún fer upp fyrir ákveðið stig; geta þeirra til að ráða fleira starfsfólk til þess að vinna nauðsynlegar athuganir og sinna eftirliti er takmörkuð. Einnig getur hugsast að bankar sem eiga lítið eða neikvætt eigið fé séu viljugri til þess að taka á sig áhættuna sem fylgir örum vexti. Vera má að þeir sem eru tilbúnir að auka útlán örast séu þeir sem

gengisáhættu sérstaklega mikilvægar. Hér verða menn ekki aðeins að fylgjast vel með því að skuldir og eignir bankanna eigi vel saman, heldur einnig að fylgjast vel með þeim aðilum sem fá lán hjá bönkunum. Þannig má takmarka áhættu flestra innlendra fyrirtækja (sem reiða sig mjög á lántökur innanlands) með því að beita bankakerfinu. Malasía sýndi að unnt er að ná góðum árangri við þetta og önnur lönd eru farin að fylgja í kjölfarið.

Hönnun fjármálakerfisins ætti að taka með í reikninginn þá áhættu sem tengist kerfislægum bresti. Sú staðreynd að fasteignaverð er afar óstöðugt þýðir að lán til fasteignakaupa eru sérlega áhættusöm. Ef lán til slíkra hluta eru aðgreind frá annarri lánastarfsemi má því draga úr því að hrun fasteignaverðs „smiti“ út frá sér, og ábatinn af því getur vel orðið meiri en tilkostnaðurinn, en hann felst í því að áhættudreifing, sem minnkar áhættu, minnkar (þau áhrif sem oftast hefur verið lögð áhersla á þegar rök hafa verið færð fyrir því að fjármálastofnanir eigi að byggja á breiðum grunni). Aðgreining viðskiptalána frá fjárfestingarlánum getur dregið úr vanda sem rís vegna hagsmunaárekstra sem geta leitt til óhóflega áhættusamrar lánastarfsemi, og ábatinn af því getur aftur vegið þyngra en einhver litils háttar ábati af breiddarhagkvæmni, en það er sá ábati sem mest áhersla hefur verið lögð á undanfarið.

Margar kreppur sem riðið hafa yfir að undanförmu hafa tengst því að fasteignabólur hafa fallið saman. Ríkisvaldið getur reynt og ætti að reyna að dempa fjárfestingu í fasteignum þegar fasteignabóla virðist hafa blásið upp og þessi fjárfesting hefur meiri háttar áhrif til þess að stuðla að vöruskiptahallanum (gegnum gengisáhrif). Þó að við margvíslegar aðstæður kunni að vera erfitt að ganga úr skugga um það með vissu hvort slík bóla sé fyrir hendi eða ekki, eru til ýmsir hagvísar

sem nota má og unnt er að aðlaga viðbrögð stjórnvalda, til dæmis að hækka skatta eða veðkröfur, eftir því sem fleira bendir til að um bólu sé að ræða. Þetta er stefna sem ég hefði mælt með, til dæmis fyrir Tæland. Í vissum skilningi má halda því fram að Tælendingar hafi reynt að gera þetta með hinu hefðbundna stýritæki að hækka vextina. En það sem máli skiptir eru ekki þeir vextir sem greiddir eru af ríkisskuldabréfum (það stýritæki sem yfirvöld peningamála einbeita sér oftast að), heldur þeir vextir sem lántakar greiða og fjárhæð þess lánsfjár sem falboðið er. Hækkun á fyrrnefndu vöxtunum þarf ekki að færast, hundraðshluta fyrir hundraðshluta, yfir sem hækkun á hinum síðarnefndu og þeir þurfa ekki að leiða af sér að það lánsfé sem falboðið er á markaði minnki umtalsvert. Enn er Tæland lýsandi dæmi um þetta: Hinir háu vextir drógu meira erlent fé inn í landið og þeir veittu meira lausafé inn í fjármálakerfið sem heild. Fjárfesting í fasteignum dróst ekki umtalsvert saman. Á hinn bóginn hefði ríkisvaldið getað notað skattastefnu (og hefði átt að gera það), til dæmis hækkun skatta á verðhækkunarágóða. Ef slíkur skattur hefði verið lagður á og við álagningu hans miðað við markaðsverð hefði hann aukið afgang af rekstri ríkissjóðs (og þannig aukið innlendan sparnað) og dregið úr fjárfestingu í fasteignum (þar eð hann hefði bæði dregið úr arðsemi og aukið kröfur um greiðsluhæfni til athafnamanna, sem stunda stórtæk viðskipti með fasteignir, lóðir og skipulag. Einnig hefði verið unnt (og hefði átt að taka þann kost) að beita reglugerðum og hagsstjórnaraðgerðum sem varða bankageirann sérstaklega, til dæmis auknum veðkröfum, takmörkunum á lánum banka til fasteignaviðskipta og auk þess að færa fjármálastofnanir aðrar en banka inn fyrir valdsvið eftirlits og reglugerða. Rétt eins og afnám hafta á fjármálamarkaði hefur stuðlað að uppsveiflu á þeim markaði (áður en afnámíð átti sér stað voru hömlur á því hversu mikið bankar gátu lánað til spákaupmennsku með fasteignir), hefði viðsnúningur á þessari stefnu líklegast getað komið stjórn á uppsveifluna. Ef viðsnúningurinn hefði átt sér stað nógu snemma, og með réttum hætti, hefði verið unnt að ná tókum á uppsveiflunni án meiri háttar hruns í kjölfarið.

bjartsýnastir eru og að þeir telji í raun og veru að lánin séu góð; en þegar innstæðutrygging (hvort sem hún er opinber eða óopinber) er á lánum eru það skattgreiðendur sem borga fyrir óhóflega bjartsýni þeirra, og þeir búa ekki við það aðhald frá markaðinum sem þeir hefðu án þessarar innstæðutryggingar.

Kreppan í Kóreu tengdist mjög skuldsettum fyrirtækjum, ekki spákaupmennskubólu eða of háu gengi. Kreppan í Kóreu sýnir okkur eitt lykilatriði: Kóresk fyrirtæki höfðu verið afar skuldsett um langa hríð en þó hafði landinu tekist að komast hjá meiri háttar niðursveiflu. Ástæðan er sú að ríkisvaldið hafði leikið lykilhlutverk við að taka á sig áhættuna, en afnám hafta á fjármagnsmörkuðum gerði stjórnvöldum sífellt erfiðara að sinna þessu hlutverki. Ört afnám hafta hafði knúið fram breytingar á nokkrum hlutum kerfisins en ekki veitt ráðrúm til þess að aðrir hlutar kerfisins gætu aðlagast. Reynslan frá Kóreu undirstrikar þannig mikilvægi þess að hugsa um áhættustýringu út frá *kerfislægum* forsendum. Betri reglugerðir um banka, sem tryggja að lántakar sem hafa miklar skuldir í hlutfalli við eigið fé greiði samsvarandi hærri vexti, hefðu getað dregið úr þessari berskjöldun, en vel getur hugsast að ekki hefði þurft að gripa til beinna hafta. Takið eftir því að hinn öri hagvöxtur í Kóreu byggðist á þeirri stefnu að fyrirtækin væru mikið skuldsett, þannig að stefna sem miðaðist við að takmarka skuldir og hefði þar með dregið úr áhættu, hefði dregið úr hagvexti um leið. Hin skaðlegu áhrif hefðu mildast ef virkir hlutabréfamarkaðir hefðu verið til staðar í landinu, en tiltölulega fá lönd hafa getað fjármagnað umtalsverðan hluta nýrrar fjárfestingar gegnum hlutabréfamarkaði, og það er sérlega erfitt í þróunarlöndum, þar sem lagaleg umgjörð er venjulega þannig að minnihlutaeigendur njóta ófullnægjandi verndar.

#### IV. 7 Skattastefna.

Skattastefnan getur stutt við reglusetningu um þessa hluti. Í löndum þar sem fyrirtæki bera tekjuskatt má til dæmis láta hann ráðast af því hvort fyrirtækin taka lán í innlendum gjaldmiðli eða erlendum. Draga má úr undanskotum skatts með notkun afleiðusamninga, með því að krefja fyrirtæki, sem nýta skattafslætti, um að telja fram stöður í afleiðusamningum. Þessar kröfur má styrkja með ákvæðum um að óframtaldir afleiðusamningar njóti ekki lagalegrar verndar, eða raðist aftarlega í forgangsráð við gjaldþrot. Gagnadilaáhættan, sem sprettur af þessu, myndi valda því að þessar stöður yrðu í reynd þýðingarlausar í

kreppu. Hvað sem öðru liði yrði þetta sterkur hvati fyrir fyrirtæki til þess að veita upplýsingar um afleiðustöður.

#### IV. 8 Viðbrögð við kreppum – takmörkun áhættu, öflugri gjaldþrotalög.

Einu gildir hvernig tekst að móta hagstjórn í þeim tilgangi að koma í veg fyrir kreppur, kreppur munu eiga sér stað. Því er mikilvægt að fyrirfram sé til mótuð áætlun um viðbrögð við kreppunni, til dæmis lög sem heimila að skattur sé lagður á fjármagn sem streymir úr landi og gera virkara, þ.e.a.s. „ofur-11. kafla“ – gjaldþrotauppgjör mögulegt.

Margar þær hagstjórnarstefnur sem lýst var hér á undan eru ekki aðeins til þess fallnar að draga úr líkum á kreppu, heldur styrkja þær getu hagkerfisins til að bregðast við kreppum og draga úr kostnaði sem þær valda. Hinar miklu erlendu skammtímaskuldir landanna hafa valdið því að afar vandasamt hefur verið að takast á við kreppur á nýliðnum árum. Þetta hefur komið löndunum í klípu: Leyfi þau gengi gjaldmiðilsins að lækka fylgja því skaðleg áhrif fyrir þá sem eru óvarðir fyrir gengisbreytingum, en séu vextir hækkaðir til að koma í veg fyrir gengislækkun (sem, eins og við höfum séð, er stundum skilvirk aðferð og stundum ekki), hefur það áhrif á öll fyrirtæki sem skulda til skamms tíma, og það dregur úr umsvifum í hagkerfinu. Þær efnahagsaðgerðir sem hér hefur verið lýst og draga úr berskjöldun, gefa viðkomandi landi þannig meira svigrúm: Unnt er að ná fram örvandi áhrifum af gengislækkun án hinna skaðlegu áhrifa á hreina eign fyrirtækjanna.

#### V. Viðfangsefni íslenskrar hagstjórnar.

Nota má þau almennu drög að hagstjórnarstefnu sem lýst var í fjórða hluta sem umgjörð um nokkur helstu viðfangsefni hagstjórnar á Íslandi, eins og þeim var lýst í þriðja hluta. Hinn mikli viðskiptahalli getur verið *raunverulegt* vandamál, en þarf ekki að vera það. Hins vegar táknað hann áhættu og því myndi það teljast forsjálni að gripa til aðgerða til að minnka hann. Viðskiptahallinn hefur verið tengdur við útlánþenslu sem fjármögnuð var með erlendum lántökum. Samspil efnahagslegs uppgangs sem hófst árið 1996 og

afnáms hafta á fjármagnsmörkuðum sem átti sér stað nýlega lagði grundvöll að útlánaþenslu sem fjármögnuð var með erlendum lánum. Hún var að sínu leyti knúin af fastgengisstefnu stjórnvalda og opinberri og óopinberri ríkisábyrgð á bankakerfinu. Hin aukna samkeppni um markaðshlutdeild meðal fjármálastofnana sem fylgdi upphafi einkavæðingarferlisins 1998 varð til þess að örva útlánaþensluna enn frekar. Nauðsynlegt er að tekist verði á við öll þessi viðfangsefni til þess að draga úr þeirri áhættu sem íslenska hagkerfið býr við, en þegar mat er lagt á það til hvaða aðgerða eigi að grípa, þarf að veða saman kostnað og ábata og eðli áhættuþáttanna. Hér að neðan fjalla ég um gengisstefnu og peningamálastefnu og hugsanleg viðbrögð við viðskiptahallanum sem nú ríkir, um hagstjórn sem miðar að því að koma jafnvægi á fjárstrauma og takmarka áhættu fjármálakerfisins og um leiðir til þess að draga úr útlánavexti. Fjallað er um forskriftir fyrir hagstjórnina til þess að takast á við hin sérstöku úthrif sem spretta upp í hverju tilviki fyrir sig.

Stefna mjúks fastgengis sem Ísland fylgdi fram til loka marsmánaðar í ár (2001) stuðlaði að innstreymi fjármagns, útlánaþenslu og aukningu viðskiptahallans eins og útskýrt var í þriðja hluta. Úthrifin stafa í þessu tilviki af þeirri staðreynd að aðilar á markaði leggja ekki rétt mat á líkurnar á gengislækkun. Þetta leiðir til athafna sem verða í reynd lakari en best yrði á kosið um leið og í ljós kemur að Seðlabankinn getur ekki lengur varið gengið. Ennfremur benda fræðikenningar um hagkvæmustu stærð gjaldmiðilssvæða til þess að Íslandi henti betur sveigjanlegt gengi en fastgengi. Hin nýlega stefnubreyting yfir í verðból gumarkmið og fljótandi gengi var þess vegna skref í rétta átt. Gengislækkun krónunnar um 10% frá því að skipt var um gengisfyrirkomulag fram til miðs maímánaðar ásamt hinni veiktu hreinu gjaldeyrisstöðu Seðlabankans bendir til þess að fyrra kerfi hafi ekki getað staðist öllu lengur, þó að líklega hafi hin kunnuglegu áhrif af yfirskoti einnig blandast í þetta. Seðlabankinn hefur ekki beitt íhlutun í gjaldeyrismarkaðinn eftir að gengisfyrirkomulagi var breytt, þótt hann haldi enn réttindum sínum til þess að gera það, en áhrifin af íhlutun á gjaldeyrismarkaði eru ekki vel

þekkt þegar litið er lengra en til skamms tíma. Þeir sem trúa því að íhlutun hafi langtímaáhrif halda því í reynd fram að hreyfing eftir eftirspurnarferlinum leiði af sér tilfærslu á honum, og þó að til séu líkön sem hafa í sér fölginn möguleika á því að þetta geti gerst (til dæmis þar sem athafnir Seðlabankans gefa þátttakendum á markaði merki) eru dæmi um slíkt óvenjuleg og skilyrðin fyrir því að þetta geti átt sér stað virðast ekki eiga við hér. (Þegar kaupendur og seljendur á gjaldeyrismörkuðum eru mjög fáir, þ.e.a.s. gjaldeyrismarkaðir eru mjög „gisnir“, getur íhlutun í gjaldeyrismarkaði haft það hlutverk að jafna sveiflur; það að ríkisvaldið hafi hlutverki að gegna á gjaldeyrismörkuðum sýnir hve miklir brestir eru á þeim. Hinn raunverulegi vandi er hins vegar sá að ríkisvaldið á í erfiðleikum með að gera greinarmun á tilraunum til þess að draga úr sveiflum og tilraunum til þess að halda genginu á stigi sem er ekki jafnvægisstig þess. Íhlutun mistekst svo oft, og kostnaðurinn vegna hennar getur orðið það mikill, að það mæli með mikilli varfærni við hana.)

Hin afar umtalsverða gengislækkun íslensku krónunnar frá því 2000<sup>25</sup> mun minnka viðskiptahallann, jafnvel þó að hún muni að nokkru ganga til baka í fyllingu tímans og raungengislækkun muni reynast minni vegna aukinnar verðbólgu.<sup>26</sup> Gengislækkunin og aukinn óstöðugleiki gengisins eftir breytinguna á gengisfyrirkomulaginu mun fjarlægja hvatana til þess að hraða innkaupum á innfluttum varanlegum neysluvörum sem rætt var um hér fyrir ofan. Aðgerðir til þess að halda útlánaþenslu í skefjum og takmarka áhættu geira, sem ekki hafa náttúrulegar varnir gegn gengisbreytingum, munu einnig draga úr viðskiptahallanum. En það er ekki víst að þessir þættir dugi til þess að koma viðskiptahallanum aftur í sjálfbært horf. Að því marki sem viðskiptahallinn tengist miklum útgjöldum vegna varanlegrar neysluvöru (bíla), virðist misráðið að kljást

25. Íslenska krónan var 18% verðminni um miðjan maímánuð 2001 en hún var að meðaltali árið 2000.

26. „J-ferils“-áhrif geta þýtt að skammtímaáhrif gengislækkunar geti í raun valdið því að viðskiptahallinn aukist til afar skamms tíma litið.

við þennan vanda með því að reyna að auka afgang af rekstri ríkisins, svo fremi sem opinber útgjöld virðist vera mjög arðsöm. Sé það gert jafnast það á við að leyfa fjárfestingu í bílum, sem er lítt arðsöm, að ryðja burt opinberri fjárfestingu sem er mjög arðsöm. Þetta gildir sérstaklega vegna þess að almennt er umtalsverður félagslegur kostnaður af bílum sem ekki kemur fram í einkakostnaði. Á hinn bóginn eru til margvíslegar beinar aðferðir til þess að draga úr innkaupum á bílum og öðrum innfluttum varanlegum neysluvarningi, og er sumum þeirra lýst í fjórða hluta.

Hinar mikilvægustu *forvarnaraðgerðir* tengjast því að koma jafnvægi á fjárstrauma, með því að beita margvíslegri íhlutun, skattalegri íhlutun, kröfum um upplýsingar og reglusetningu, og sér í lagi gegnum bankakerfið, eftir þeim línunum sem lýst var í fjórða hluta. Íslensk stjórnvöld hafa þegar stigið nokkur skref í þessa átt. Árið 1999 breytti Seðlabankinn lausafjárreglum lánastofnana og setti fram kröfur um lágmark lausafjár þeirra sem takmarkar það ósamræmi milli láns tíma sem þessum stofnunum leyfist að hafa. Reglurnar höfðu þau hollu áhrif að bæta hreina erlenda eignastöðu bankakerfisins til skamms tíma. Hrein berskjöldun bankanna fyrir gengisbreytingum hefur verið takmörkuð við 30% af fjármagnsstofni þeirra, en alþjóðleg reynsla bendir til þess að ef geirarnir sem bankarnir lána til hafa hreina berskjöldun fyrir gengisáhættu sem ekki fylgja náttúrulegar varnir með tekjum í erlendum gjaldeyri, getur það að sínu leyti bakað bönkunum vandræði á erfiðleikatímum. Á nýliðnum árum hefur þessi óvarða gengisáhætta aukist á Íslandi þegar lántakar hafa látið freistast af hinum mikla vaxtamun til þess að taka lán í erlendri mynt. Íslensk stjórnvöld ættu því að ihuga vel útvíkkun á reglunum sem tæki þessa óvörðu gengisáhættu með í reikninginn. Í vissum skilningi má einfaldlega líta á þetta sem hluta af góðri áhættustýringu. Bankar ættu að setja upp vexti sem svara til þeirrar áhættu sem stafar af hinum ýmsu lánunum, og hluti af þessu áhættumati gefur af sér aukinn skilning á berskjöldun þess fyrirtækis fyrir óstöðugleika gengisins. Í grundvallaratriðum ættu því bankarnir að krefja lántaka

um vexti sem endurspeglar þessa áhættuþætti. Hagstjórn sem vekur athygli á þessum áhættuþáttum myndi hvetja bankana til að gera þetta, en jafnvel þótt bankar settu upp vexti sem samsvöruðu fyllilega þeirri áhættu sem lánin yllu bönkunum, væru eftir sem áður rök fyrir íhlutun stjórnvalda, vegna þeirrar kerfislægu áhættu sem heildarberskjöldun gæti myndað, og vegna þess að líkur eru á því að stjórnvöld þurfi að grípa til björgunaraðgerða ef til kreppu kemur. Á áþekkan hátt má hvetja stjórnvöld til þess að stunda vaxtaíhlutun eða beina gengisíhlutun vegna mikillar heildarberskjöldunar, en kostnaður vegna hennar getur verið mikill fyrir allt samfélagið og hann er aðeins að hluta til borinn af þeim sem taka erlend lán. Slíkum reglugerðum mætti beita á einfaldan hátt: Allir þeir sem tækju lán hjá ríkistryggðum fjármálastofnunum væru skyldugir til þess að veita upplýsingar um allar skuldir í erlendum gjaldeyri (það sem máli skiptir er ekki hver skuldar, heldur fremur hvernig fjárhæð skuldarinnar myndi breytast við gengislækkun). Litið væri á brest á þessari upplýsingagjöf sem svik og við þeim lægju alvarleg viðurlög. Allir langtímasamningar með ákvæðum sem gera þá innkallanlega yrðu flokkaðir sem skammtímasamningar. Allar afleiðustöður og framtíðarsamningastöður sem fælu í sér erlendan gjaldeyri yrðu einnig upplýsingaskyldar (og ákvæðum um þetta væri framfylgt í samræmi við ströng ákvæði um svik í *hegningarlögum* og með því fyrirkomulagi að afleiðusamningar sem upplýsingar væru ekki veittar um nyttu ekki lagalegar verndar. Setja þyrfti skynsamleg ákvæði um skuldajöfnun, þar á meðal ákvæði um viðskiptakröfur í erlendum gjaldeyri. Fullkomnun ætti ekki að vera markmiðið: Það sem máli skiptir er mikil berskjöldun, og svo lengi sem komist er hjá því að mikill brestur verði á upplýsingagjöf, ætti stefna af þessu tagi að geta takmarkað berskjöldun. (Unnt væri að heimila fyrirtækjum að telja fram *væntanlegar* tekjur í erlendum gjaldeyri sem þau væru að verja; svo væru þau krafín um að telja fram tekjurnar þegar þær féllu til.)

Þó að hnattvæðing og afnám hafta á fjármagnsmörkuðum hafi grafið undan því að hve miklu leyti seðlabankar geta stjórnað láns-

fjárstráumum, hafa þeir enn nokkra stjórn á þeim. Ekki hefur heldur orðið breyting á því að stjórnvöld bera ábyrgð á að tryggja öryggi og heilbrigði fjármálakerfisins. Upplýsingarnar, sem eru í hjarta bankakerfisins, eru afar staðbundnar og ef bankakerfið verður fyrir truflunum veldur það eftir sem áður miklum þjóðhagslegum afleiðingum. Eins og bent var á í fjórða hluta geta höfundar reglugerða gripið til ýmissa aðgerða til þess að auka stöðugleika bankakerfisins, nefna má að þeir geta ekki aðeins samið bein reglugerðar-ákvæði um berskjöldun bankanna sjálfra, heldur geta þeir einnig haft áhrif eftir óbeinum leiðum, gegnum berskjöldun fyrirtækjanna sem bankarnir lána til. Hraðatakmarkanir (takmarkanir á leyfilegum hraða útlánaaukningar) kunna að vera eftirsóknarverðar, sér í lagi í ljósi þeirrar reynslu að greiðsluþrot banka hefur svo oft tengst of hraðri upphleðslu útistandandi lána. Sérhver slík íhlutun getur tekið á sig ýmsar myndir, til dæmis mynd verðlagningar (skatta eða krafna um auknið eiginfjárlutfall sem yrðu tengdar hraða á aukningu útistandandi lána) eða beinna hafta.

Óbeinar hömlur til að draga úr aukningu útistandandi lána, svo sem kröfur um auknið eiginfjárlutfall, geta einnig komið til greina nú um stundir, en huga verður að notkun krafna um eiginfjárlutfall í samhengi við annað. Það eru mistök að reiða sig of mikið á reglugerðir um eiginfjárlutfall, sér í lagi í ljósi þess hve ófullnægjandi aðlögun vegna áhættu er. Eins og bent er á annars staðar, er slík stefna ekki aðeins líkleg til að vera Paretó-óhagkvæm, hún getur í raun og veru leitt til þess að aukin áhætta sé tekin, þ.e.a.s. verið sjálfskæð. Ennfremur er markmið þessa stýritækis ekki vel skilgreint og þess vegna má vera að það verði ekki ýkja skilvirkt við að draga úr þeim sérstöku lánsformum sem valda hinu íslenska hagkerfi alvarlegustum vanda. Það er mun betra að reiða sig á safn stýritækja.

Ef hagkerfið fer í niðursveiflu gæti af mikil stífní í framfylgd krafna um eiginfjárlutfall auk þess auknið niðursveifluna. Það verkar eins og hraðall sem örvar niðursveifluna. Þegar hagkerfið verður þróttminna geta bankar fallið niður fyrir viðmið um eiginfjárlutfall og þegar þeir semja um lán til að mæta þessum viðmiðum, munu

þjóðhagsleg skilyrði versna enn frekar. Ýmislegt bendir til að þessi keðjuverkun niður á við hafi verkað í sumum Asíulandanna.

Auk þessa geta kröfur um hátt eiginfjárlutfall reynst íslensku bönkunum óhagstæðar í samanburði við alþjóðlega banka þegar ástandið er venjulegra (þ.e. hvorki sú uppsveifla sem nú ríkir né umtalsverð niðursveifla). Staðbundnir bankar hafa leikið lykilhlutverk í flestum löndum sem vel vegnar, og hafa veitt fé til lítilla og meðalstórra fyrirtækja sem alþjóðlegir bankar hafa tilhneigingu til að vanrækja. Við smíði við-eigandi hagstjórnarstefnu þarf að gæta jafnvægis að því er varðar reglubundið eftirlit annars vegar og innri hvata hins vegar. Kröfur um eiginfjárlutfall leika lykilhlutverk bæði sem *höggdeyfar* og hvatar. Það er enginn töframáttur í því að hafa kröfur um 8% eiginfjárlutfall, hvorki fyrir hlutverk höggdeyfis né hvata. Þó að alþjóðleg venja kunni að krefjast þess að miðað sé við að halda eftir 8% fjármagns, ætti ríkisvaldið að huga að sveigjanlegri stefnu, þar á meðal um lánsheimild til að veita *vikjandi lán eða eigið fé* sem getur, við ákveðnar aðstæður, bæst við (með „miklum kostnaði“) venjulegt eigið fé bankans með meðfylgjandi strangara eftirliti.

Hér fyrir ofan var rætt um að hugsanlega væru hraðatakmarkanir eftirsóknarverðar. Þáttur sem virðist skipta máli á Íslandi (en ekki í mörgum öðrum löndum þar sem útlán hafa aukist hratt) er samkeppni um markaðshlutdeild. Það geta verið til staðar sterkir hvatar fyrir fyrirtækin sjálf og fyrir einstaklinga, sem eru sérstaklega tengdir breytingu á lagalegri umgjörð, regluverki og rekstrarumhverfi fyrirtækjanna, sem fá fyrirtækin til þess að keppa ákaft um markaðshlutdeild. Ríkjandi fyrirtækjum getur verið kleift að krækja í meira en hlutfallslegan skref af hagnaði, til dæmis vegna þekkts vörumerkis, eða vegna markaðsvalds. Þegar hluti af áhættunni sem stafar af svo hraðri útlánaaukningu er borinn af ríkisvaldinu, vegna beinnar eða óbeinnar ríkisábyrgðar, getur verið mikill munur á félagslegum kostnaði og einkakostnaði.<sup>27</sup> Hvatar til stjórnenda

27. Jafnvel án tryggingar hins opinbera í einhverri mynd, verður eitthvert ósamræmi, vegna þess að hagnaður eins

fyrirtækja verka á svipaðan hátt, þar sem þeim sem tekst að krækja í ríkjandi stöðu fyrir fyrirtæki sín fá umbun sem er hlutfallslega meiri en ábati fyrirtækisins, sérstaklega þegar launakerfi fyrirtækja eru byggð á hlutfallslegum árangri fyrirtækjanna miðað við önnur.<sup>28</sup> Þetta hefur e.t.v. verið sérstaklega mikilvægt í tilviki stjórnenda ríkisbanka, þar sem hætta, sem fylgir örum útlánavexti, á að illa fari er borin af ríkisvaldinu, en þar kann hin hliðin á áhættunni, nefnilega líkurnar á sérlega góðri útkomu, að vera beintengd við hugsanlega launahækkun stjórnenda ef til einkavæðingar kemur (þar sem laun helstu stjórnenda eru venjulega tengd stærð fyrirtækisins).

Hraðatakörkunum (og öðrum úrræðum, sem hönnuð eru til að stýra hraða útlánaaukningar) má einnig beita ýmist í formi reglugerða, skatta eða blöndu af þessu tvennu. Til dæmis má krefjast hækkaðs eiginfjárlutfalls ef bankar þenja lán út á meira en einhverjum viðmiðunarhraða. Þá má hækka tryggingargjöld vegna innstæðutryggingar fyrir banka sem þenja út lán á meira en einhverjum viðmiðunarhraða, og/eða beita algerum takmörkunum á hraða útlánaaukningar, að minnsta kosti ef eftirlitsaðilar hafa ekki áður samþykkt útlánaaukninguna með meðfylgjandi auknu og nákvæmara eftirliti.

## VI. Niðurstöður.

Lítill og opin hagkerfi eru sérstaklega berskjölduð fyrir gjaldeyriskreppum og fjármálakreppum. Slíkar kreppur hafa orðið sífellt tíðari á síðasta aldarfjórðungi og kostnaður sem þeim fylgir hefur aukist. Kreppurnar hafa auk þess herjað á lönd sem hafa fylgt margvíslegri hagstjórn, til dæmis hagað gengismálum með ólíkum hætti. Þó

að „slæm hagstjórn“ kunni að auka líkurnar á kreppu, eru jafnvel lönd sem hafa fengið lof fyrir hagstjórn ekki laus við veikleika. Löndin þurfa að stýra þessum áhættuþáttum. Áhættustjórn felst í aðgerðum sem draga úr líkum á að til kreppu komi og draga úr þeim kostnaði sem þá fellur til. Völ er á margvíslegum stýritækjum sem geta verið hluti slíkrar áhættustýringaráætlunar. Þegar þessum stýritækjum er beitt þarf að hafa nokkur almenn atriði í huga. Afskipti stjórnvalda eru réttlæt看leg vegna þess hve kostnaðarsamar kreppur eru – það er ekki hægt að „láta bara markaðinn um þetta“. Hinn efnahagslegi kostnaður af vannýtingu auðlinda og hinn viðtækari kostnaður sem tengist áhættunni sem fylgir kreppum er miklu þungvægari en Harberger-þríhyrningarnir sem tengjast þeirri ráðstöfunarþjögun sem notkun stýritækjanna myndi leiða til. Dreifingarafleiðingar mikilla verðbreytinga (vaxtabreytinga, gengisbreytinga) eru ekki aðeins skaðleg fyrir samfélagið almennt, heldur fyrir hagkerfið: Dreifingarmál er ekki hægt að aðgreina frá almennum hagkvæmnismálum. Áhrifin geta orðið mikil á heildarframboð rétt eins og heildareftirspurn.

Skatta- og reglugerðastefnu (þar á meðal reglugerðir sem varða fjármálageirann og kröfur um upplýsingar) er unnt að nota, og ætti að nota, bæði til að draga úr líkum á kreppum og einnig til þess að hjálpa til að stýra hagkerfinu í gegnum kreppur. Slíkar reglugerðir geta haft áhrif á fjárstreymi til skamms tíma, sem hefur verið miðpunktur nýlegra kreppna. Unnt er að færa rök fyrir því að beita íhlutun sem byggist á verðlagningu og einnig fyrir boðum og bönnum með varúðarreglum fyrir bankana. Skattaíhlutun má nota til þess að takast bæði á við innstreymi og útstreymi fjármagns. Í grófari dráttum má hanna slíka íhlutun þannig að kostnaður við beitingu hennar sé viðunandi og hún verði skilvirk við að koma jafnvægi á fjárstrauma og hafi ekki umtalsverðar aukaverkanir (svo sem að draga úr beinni erlendri fjárfestingu eða auka spillingu í landinu). En það þarf umfangsmeiri aðgerðir til að draga úr áhættu sem lönd standa frammi fyrir: Það þarf að beina athyglinni að gjaldþrotalögum, fyrirkomulagi gengismála og skipulagi fjármálakerfisins.

fyrirtækis verður á kostnað keppinautanna, og getur að hluta orðið til á kostnað neytenda (þegar hluti af þessum hagnaði stafar af því að markaðsvaldi hefur verið beitt).

28. Sjá Barry Nalebuff og Joseph Stiglitz, „Prizes and Incentives: Towards a General Theory of Compensation and Competition,“ *Bell Journal of Economics*, Vol. 14, 1983, bls. 21-43, og Barry Nalebuff og Joseph Stiglitz, „Information, Competition and Markets,“ *American Economic Review*, Vol. 73, No. 2, maímánuði 1983, bls. 278-284.

Þó að ákjósanlegra hefði verið að tekist hefði verið á við þann vanda sem stafar af óstöðugleika í heimsbúskapnum, með umbótum á skipulagi hins alþjóðlega fjármálakerfis, er ekki líklegt að umtalsverðar umbætur verði á því í nálægri fram-

tíð. Meðan svo er verða lönd á borð við Ísland að bera ábyrgð á sinni eigin velferð, á stöðugleika og heilbrigði hagkerfa sinna. Sá verkefnalisti yfir umbætur og hagstjórn sem hér hefur verið lýst er umgjörð um það sem unnt er að gera.

## Heimildaskrá

- Akerlof, G., W. Dickens, og G. Perry (1996). The Macroeconomics of Low Inflation *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1-76.
- Caprio, G. (1997). Safe and Sound Banking in Developing Countries: We're Not in Kansas Anymore. *Research in Financial Services: Private and Public Policy* 9, 79-97.
- Dooley, M. Indonesia: Is the Light at the End of the Tunnel Oncoming Traffic? Deutsche Bank Research, Emerging Markets Research, June 1998.
- Drazen, A. og P. Masson. Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers, *Quarterly Journal of Economics* (August 1994), 735-754.
- Easterly, W., R. Islam og J. E. Stiglitz. Shaken and Stirred: Volatility and Macroeconomic Paradigms for Rich and Poor Countries, Michael Bruno Memorial Lecture, given at the XII World Congress of the IEA, Buenos Aires, August 27, 1999.
- Furman, J. og J. E. Stiglitz (1998). Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Greenwald, B., (1998). International Adjustment in the Face of Imperfect Financial Markets in B. Pleskovic and J. E. Stiglitz, (ritstj.), *Annual Bank Conference on Development Economics 1998*.
- Kaminsky, G., S. Lizondo og C. Reinhart (1998). Leading Indicators of Currency Crises, IMF Staff Papers, 5, no. 1.
- Lewis-Beck, M., (1998). *Economics and Elections* University of Michigan Press: Ann Arbor, Michigan.
- McKinnon, R., (2000). The East Asian dollar standard, life after death? *Economic Notes*, 29, no. 1.
- Miller, M. og J. E. Stiglitz, Bankruptcy Protection Against Macroeconomic Shocks: The case for a 'super Chapter 11', Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation, University of Warwick, April 1999.
- Nalebuff, B. og J. E. Stiglitz (1983). Prizes and Incentives: Towards a General Theory of Compensation and Competition, *Bell Journal of Economics*, 14, 21-43.
- Nalebuff, B., og J. E. Stiglitz (1983). Information, Competition and Markets, *American Economic Review*, 73, no. 2, 278-284.
- Paldam, M., (1991). How Robust is the Vote Function? A Study of Seventeen Nations Over Four Decades, in Helmut Northrup, Michael Lewis-Beck, and Jean-Dominique Lafay, eds., *Economics and Politics: The Calculus of Support* University of Michigan Press: Ann Arbor, Michigan.
- Radelet, S. og J. Sachs. What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis? CAER II Discussion Paper No. 37, Harvard Institute for International Development, March 1999.
- Radelet, S. og J. Sachs (2000). The Onset of the East Asian Financial Crisis, in Paul Krugman, ed., *Currency Crises* University of Chicago Press: Chicago.
- Rodrik, D. Who Needs Capital Account Convertibility? Princeton International Finance Section symposium, February 1998.
- Shiller, R., (1989). *Market Volatility* MIT Press: Cambridge.
- Shiller, R., (2000). *Irrational Exuberance* Princeton University Press: Princeton.
- Shleifer, A., (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* Oxford University Press: Oxford.